

紫金矿业 (601899)

证券研究报告

2024年12月01日

跨越周期，创新驱动铸就全球综合性矿业巨头

全球化布局的大型综合性矿业巨头，争创世界超一流

1993年，公司起步于紫金山金矿，经过30年三个阶段的跨越式发展，公司已由县属小企业蜕变成世界500强、全球知名的大型跨国矿业集团。第三个十年进行全球化开拓，公司实现资源及产能大幅增加，目前在国内17个省（区）和海外15个国家拥有重要矿业投资项目，已经成为中国铜、金、锌资源储量最大、产量最多、综合效益最好的金属矿业企业。24年5月16日的董事会上，公司已进一步细化公司未来五年主要矿产品产量规划指标，并提出力争将2030年主要经济指标提前2年（至2028年）实现，向超一流国际矿业集团的发展目标持续迈进。

铜金双主业，全球多金属资源全面布局

资源为王，深耕矿业30余年，公司已拥有铜、金、锂、钼等世界级多元矿业资产组合。截至24H1，公司拥有权益资源量：铜8075万吨、金3051万吨、铅（锌）1045万吨、碳酸锂当量（LCE）1347万吨、银1.81万吨、钼341万吨。主力矿种铜、金资源量及产能位居中国领先、全球前十，据公司最新五年规划，到2028年矿产铜产量将达到150-160万吨，金产量将达到100-110吨，我们取中值测算得公司23-28年矿产铜/金产量复合增速分别为8.9%/9.1%，铜金主业将持续进阶。潜力矿种方面，依托公司自主技术和工程能力优势，未来五年有望跻身全球最重要的锂、钼、银生产商行列。

核心竞争力：科技创新注入强劲动力，逆周期并购+自主找矿塑造资源优势

“科技创造紫金”是公司成立30余年发展历程的真实写照，公司走出一条中国矿业创新发展之路。在最初的紫金山低品位金铜矿的勘查和开发中，公司创立了“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，此后成为公司参与全球矿业竞争的“利器”。持续的科技创新和技术输出能力，成就公司低成本竞争优势和“紫金速度”，2023年公司铜C1成本和黄金AISC成本均位于全球前20%分位。此外，公司逆周期并购&资源判断力卓越，抓住历史机遇，坚持自主找矿勘探与资源并购并举，面向全球低成本、高效益培育资源优势。未来，我们认为科技将持续赋能公司发展，在风险事件频发与货币信用泛滥并行的时代中，既有资源优势也将持续彰显。

铜金步入上行周期，公司有望迎戴维斯双击

作为典型的铜金双主业公司，公司股价表现及盈利和铜金价格高度相关。展望后市，我们认为在前期资本开支不足和资源贫化的条件下，铜精矿供应端硬约束已塑造，叠加新一轮降息周期开启，中长期铜价中枢有望稳步上行，同时特朗普新任期二次通胀逻辑或将在未来四年持续演绎，新旧范式共同支撑金价走牛。铜金步入上行周期，或将对公司盈利和股价形成有效支撑，叠加发展目标明确及 α 能力突出，公司有望迎戴维斯双击。

盈利预测与投资建议：我们预计公司24-26年实现归母净利润328.8/370.5/413.7亿元，对应11月29日收盘价PE分别为12.7/11.3/10.1x，参考可比公司，给予25年PE14x，对应目标股价19.5元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：主要产品价格波动风险；地缘政治及政策风险；汇率风险；安全环保及自然灾害风险；测算具有主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	270,329.00	293,403.24	339,365.73	366,159.32	390,706.72
增长率(%)	20.09	8.54	15.67	7.90	6.70
EBITDA(百万元)	43,816.88	46,891.36	62,656.06	69,369.86	75,889.81
归属母公司净利润(百万元)	20,042.05	21,119.42	32,877.74	37,054.49	41,372.19
增长率(%)	27.88	5.38	55.68	12.70	11.65
EPS(元/股)	0.75	0.79	1.24	1.39	1.56
市盈率(P/E)	20.82	19.76	12.69	11.26	10.09
市净率(P/B)	4.69	3.88	2.73	2.32	2.00
市销率(P/S)	1.54	1.42	1.23	1.14	1.07
EV/EBITDA	2.79	2.84	7.64	6.31	5.46

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	15.7元
目标价格	19.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	20,589.05
流通A股股本(百万股)	20,556.29
A股总市值(百万元)	323,248.07
流通A股市值(百万元)	322,733.80
每股净资产(元)	4.99
资产负债率(%)	55.38
一年内最高/最低(元)	19.87/11.21

作者

刘奕町 分析师
SAC执业证书编号：S1110523050001
liuyiting@tfzq.com

陈凯丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110524060001
chenkaili@tfzq.com

吴亚宁 联系人
wuyaning@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 紫金矿业：全球化布局的大型综合性矿业巨头	5
1.1. 发展历程：从地方矿企到国际矿业巨头的跨越式发展	5
1.1.1. 1993-2002：紫金山初创十年	6
1.1.2. 2003-2012：全国大发展十年	7
1.1.3. 2013-2022 年：全球化开拓十年	8
1.1.4. 向未来：争创世界超一流	9
1.2. 股权结构稳定，管理团队矿业经营经验丰富	9
1.3. 财务分析：营收利润持续快速增长，铜金双主业贡献主要盈利	11
2. 铜金双主业，全球多金属资源全面布局	13
2.1. 多个世界级铜矿项目驱动盈利增长	14
2.2. 黄金：波格拉金矿+海域金矿海陆结合贡献增量	15
2.3. 铅锌：低品位开发能力显著，产能持续增长	17
2.4. 锂：2025 年碳酸锂有望成为重要补充	18
2.5. 其他金属：白银、钼、钨、钴等金属多元化生产	18
3. 核心竞争力：科技创新注入强劲动力，逆周期并购+自主找矿塑造资源优势	20
3.1. 核心优势：持续的科技创新形成全球竞争“利器”	20
3.2. 优势二：逆周期低成本并购+自主找矿勘探结合成就资源优势	21
4. 铜金步入上行周期，公司有望迎戴维斯双击	22
4.1. 铜：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移	22
4.1.1. 供给：矿端干扰增加制约产出，冶炼及废铜增长受限	23
4.1.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长	26
4.1.3. 供需平衡：供紧需增，预计铜价中枢将稳步上行	30
4.2. 黄金：新旧范式共振，再通胀预期下金价易涨难跌	31
4.2.1. 传统利率框架依然有效	31
4.2.2. 新范式决定更高的金价中枢	33
5. 盈利预测与投资建议	35
5.1. 盈利预测明细	35
5.2. 投资建议	36
6. 风险提示	38

图表目录

图 1：紫金矿业全球资源布局	5
图 2：公司三个“十年”发展历程	6
图 3：公司铜、金产品产量实现跨越式增长	6
图 4：近十年公司境外重点并购项目	8
图 5：近十年公司境内重点并购项目	8

图 6: 公司股权结构图 (截至 2024 年 9 月 30 日)	10
图 7: 公司营收规模持续快速增长	11
图 8: 公司归母净利润持续快速增长	11
图 9: 冶炼&贸易为公司主要营收来源 (亿元)	11
图 10: 铜金双主业贡献公司主要毛利 (亿元)	11
图 11: 公司综合毛利率、净利率整体处于上行通道	12
图 12: 公司期间费用率近年有所抬升但仍相对平稳	12
图 13: 公司铜资源储量持续扩张	13
图 14: 公司金资源储量持续扩张	13
图 15: 2023-2028 矿产铜、矿产金产量指引 5 年 CAGR 约为 9%	14
图 16: 公司矿产铜板块营收规模持续扩张	14
图 17: 公司矿产铜产量持续快速增长	14
图 18: 公司矿产金板块营收规模持续扩张	16
图 19: 公司矿产金产量自 21 年以来大幅增长	16
图 20: 公司矿产锌板块营收规模自 20 年以来整体呈增长态势	17
图 21: 公司矿产锌产量 20 年以来整体呈增长态势	17
图 22: 公司持续加码研发投入	20
图 23: 公司研发人员数量近年来快速增长	20
图 24: “矿石流五环归一” 矿业工程管理模式示意图	20
图 25: 公司逆周期低成本完成多个重大矿业项目并购	21
图 26: 公司盈利及股价表现与铜金价格走势高度相关	22
图 27: 铜矿端干扰事件频发将会导致实际产量增量不及年初预期	23
图 28: 铜价通常领先于铜企资本开支	23
图 29: 铜矿产量跟随铜企资本支出	23
图 30: 近几年全球铜矿成本攀升趋势较为明显 (美分/磅)	23
图 31: 国内铜冶炼厂现货 TC 大幅下行 (美元/千吨)	24
图 32: 24 年铜冶炼厂 TC 长单敲定在 80 美元/吨 (美元/吨)	24
图 33: 2024Q2 国内再生铜供应量明显增加	25
图 34: 2024Q3 再生铜进口增幅放缓 (万吨)	26
图 35: 2024H1 再生铜进口盈亏持续倒挂 (元/吨)	26
图 36: 2022 年铜加工市场下游需求结构中电力占主要部分	26
图 37: 2023 年铜加工材分品种产量中线材占半数	26
图 38: 2023 年国内电源及电网投资维持高增长 (%)	26
图 39: 国内电网基本建设投资完成额连续增长 (亿元)	26
图 40: 2024 年中国空调产量保持快速增长 (%)	27
图 41: 2024 年以来中国家电出口持续增长	27
图 42: 2024Q1-3 国内传统汽车销量有所下降 (万辆)	27
图 43: 2024 年以来国内房屋新开工/竣工面积有所下滑	28
图 44: 近年来国内房屋新开工面积下滑明显 (亿平)	28
图 45: 全球新能源用铜保持高增速, 占比明显提升	29
图 46: 全球新能源用铜量预计持续增长 (百万吨)	29

图 47: 2024 年国内新能源车销量维持高增速	29
图 48: 2023 年国内光伏新增装机量增长达 151%	29
图 49: 2023 年国内组件产量增长 89% (GW)	29
图 50: 国内风电新增装机量筑底反弹 (GW)	30
图 51: 金价与 TIPS 利率大多数区间呈负相关关系, 2022 年后发生背离	31
图 52: 全球央行黄金储备和美元储备剪刀差在 22 年大幅走扩	32
图 53: 风险指数对短期金价具有一定程度催化	33
图 54: 央行购金的增加为黄金提供新的边际需求	33
图 55: 金价与美国财政赤字率存在较强的正相关性	34
表 1: 2000-2001 全国黄金矿山技术经济指标对比	7
表 2: 紫金矿业主要经济指标一览表	7
表 3: 2013-2023 年主要产品资源储量及生产情况表 (全口径)	8
表 4: 公司未来五年主要矿产品产量指引	9
表 5: 公司高层简介	10
表 6: 公司资源量情况 (截至 2024 年 6 月 30 日)	13
表 7: 2023 年公司主要铜矿山企业生产情况	14
表 8: 2023 年公司主要铜冶炼企业生产情况	15
表 9: 2023 年公司黄金企业生产情况	16
表 10: 2023 年公司黄金冶炼企业运营情况	16
表 11: 2023 年公司铅锌企业生产情况	17
表 12: 2023 年公司铅锌冶炼企业运营情况	18
表 13: 2023 年公司锂板块生产情况	18
表 14: 2023 年公司其他金属生产情况	19
表 15: 2024-2025 年国内仍有大量待投电解铜产能 (万吨)	24
表 16: 中长期铜供需缺口将逐渐放大 (万吨)	30
表 17: 公司主营业务预测	35
表 18: 可比公司估值比较 (数据截至 2024 年 11 月 29 日收盘)	37

1. 紫金矿业：全球化布局的大型综合性矿业巨头

1.1. 发展历程：从地方矿企到国际矿业巨头的跨越式发展

三十年深耕矿业，紫金矿业蜕变成为全球大型综合性矿业集团。紫金矿业前身为 1986 年成立的上杭县矿产公司，1993 年，因启动紫金山金矿开发，公司更名为“上杭县紫金矿业总公司”，由此开启了“紫金矿业”元年。30 年来，紫金矿业已由县属小企业蜕变成世界 500 强、全球知名的大型跨国矿业集团。目前，紫金矿业在国内 17 个省（区）和海外 15 个国家拥有重要矿业投资项目，已经成为中国铜、金、锌资源储量最大、产量最多、综合效益最好的金属矿业企业。截至 24H1，公司拥有权益资源量：铜 8075 万吨、金 3051 万吨、铅（锌）1045 万吨、碳酸锂当量（LCE）1347 万吨、银 1.81 万吨、钼 341 万吨。产量方面：2023 年公司实现矿产铜 100.7 万吨，成为中国唯一矿产铜产量破百万的企业，相当于 2023 年中国矿产铜总产量的 62%；矿产金产量 67.7 吨，黄金资源量及产能位居主要上市矿企中国及亚洲第一、全球前十，相当于 2023 年中国矿产金总产量的 23% 左右。

图 1：紫金矿业全球资源布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

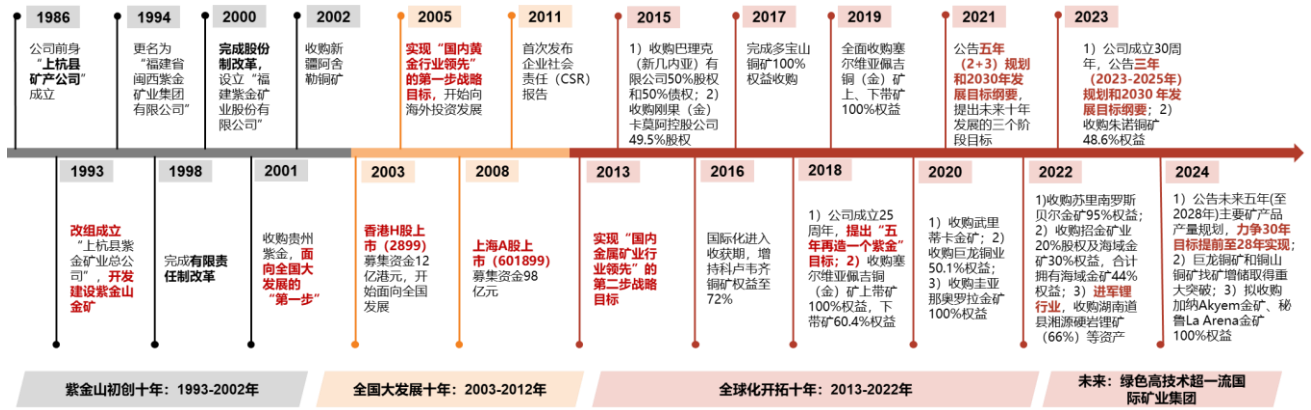
具体来看，公司过去的发展历程可以分为三个“十年”的阶梯式发展：

紫金山初创十年（1993-2002 年）：公司起步于福建省上杭县紫金山，依靠技术创新，开发紫金山金矿。这一时期，公司以低成本、高产量创造了紫金山金铜矿的奇迹，奠定了公司发展的基础。

全国大发展十年（2003-2012 年）：公司开始向全国扩张，将业务从单一的黄金拓展到铜、锌、铁、钼、锡等多种矿产，收购和开发建设新疆阿舍勒铜矿、贵州水银洞金矿、吉林曙光金铜矿等一大批骨干矿山。这一时期标志着公司从一个地方性企业成长为全国性矿业公司。期间，公司在 2003 年、2008 年分别于港交所、上交所上市。

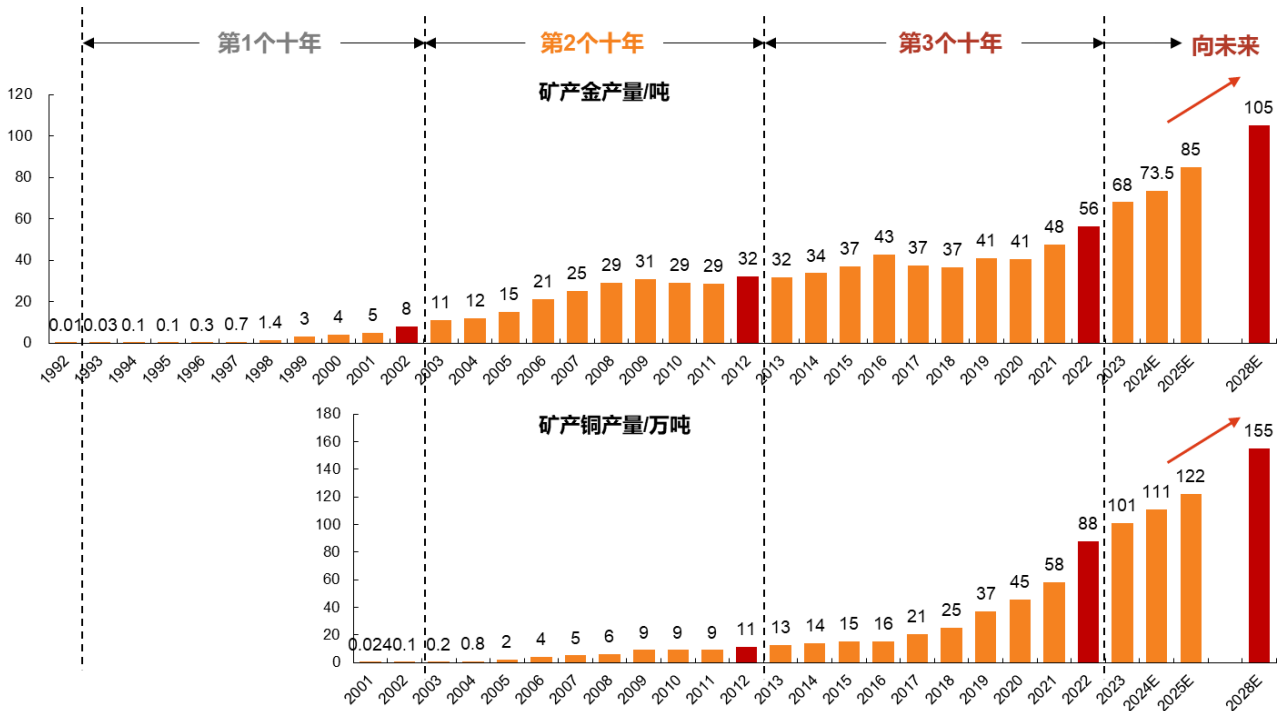
全球化开拓十年（2013-2022 年）：公司面向全球配置资源，通过海外并购和投资，公司迅速扩大了其在全球的业务版图，成功投产了多个世界级矿业项目，是中国矿业公司在海外投资最成功的企业之一。

图 2：公司三个“十年”发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

图 3：公司铜、金产品产量实现跨越式增长



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所 注：2028E 取中间值

1.1.1.1. 1993-2002：紫金山初创十年

初创十年，依靠技术创新，公司成功开发紫金山低品位金（铜）矿，同时开创先进的“矿石流五环归一”矿业工程管理模式。紫金山金矿是典型的低品位金矿，通过大量的技术和管理创新，金矿边界品位大幅降低，可利用金矿资源发生重大裂变，资源量从 5 吨增至 300 多吨，由小矿山一跃成为“中国第一大金矿”。同时开采方式从地下转为露天，选矿工艺从单一堆浸调整为重选-碳浆-堆浸组合工艺，工业废水循环利用，共同推动生产成本大幅降低。管理模式方面，在紫金山金矿创新开发过程中，形成了“矿石流五环归一”的矿业工程管理模式，以经济地质理论为基础，统筹地质、采矿、选矿、冶炼及环保五大环节技术与流程。“矿石流五环归一”模式的成果应用，使公司由紫金山金矿起步，之后成功开发下部低品位铜矿，并为公司面向全国及全球发展奠定基础。我们认为，紫金山由小矿山转变为当时中国最大金矿，技术创新是其成功的关键。

紫金山金矿在投资&成本控制优势显著。根据陈景河先生 2003 年发表的《紫金期待成为世界的紫金》，**基建投资方面**，当时国内黄金行业建设成本平均 1.5-2 亿元/吨，而紫金山金矿在日采选规模达 4.0 万吨以上、实现 9 吨产金量的情况下，基建投资仅 5-6 亿元，投资控制尤为显著。**人力成本方面**，公司通过新技术和装备提升劳动生产率，当时员工工资占销售收入的 4-5%，远低于行业 20%以上的平均水平。公司还通过市场化运作，如引进专业工程队节约设备投资，招投标降低采剥成本，使 2002 年吨矿石综合成本降至 36.72 元，远低于全国平均水平。

表 1：2000-2001 全国黄金矿山技术经济指标对比

年份	出矿品位 (克/吨)	企业产值劳动生产率 (万元/人, 年)	吨矿成本 (元/吨)	工业资金利税 率(%)	工业全员劳动生产率 (万元/人, 年)	
2000	全国平均	3.08	6.89	193	8.5	2.7
	紫金矿业	0.968	37.8	38	38.47	17.22
2001	全国平均	2.96	6.98	178	8.83	3.1
	紫金矿业	0.99	43.37	36	38.34	20

资料来源：《紫金期待成为世界的紫金》陈景河，中国黄金协会，天风证券研究所

初创十年间，紫金矿业保持超高速增长。从 1993 年至 2002 年的 10 年间，紫金矿业累计生产黄金 22.12 吨，实现销售收入 18.05 亿元，利润总额 5.03 亿元，CAGR 分别达到 81.97%、69.10%和 86.30%。其中 2002 年，在平均入选品位仅 0.92g/t 的情况下，生产黄金 0.73 吨，实现销售收入 5.93 亿元，利润总额 2.04 亿元。

表 2：紫金矿业主要经济指标一览表

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
黄金产量(千克)	33.15	96.4	142.23	263.17	710.2	1418	2968	4018	5214	7253
资产总额(万元)	913	1323.4	3159.7	6177	11747	19345	27701	43716	57092	103221
销售收入(万元)	592	1152	2452	3274	11878	12867	21998	30025	37245	59907
利润总额(万元)	76.16	324.38	547.07	1184.6	2186.7	2563	5005	7795	10071	20588

资料来源：《紫金期待成为世界的紫金》陈景河，天风证券研究所

1.1.2. 2003-2012：全国大发展十年

紫金矿业自 2002 年起通过低价收购策略迅速扩张，成为国内领先的金矿企业。

2002 年，公司低价收购了贵州水银洞金矿、新疆阿舍勒铜锌矿、吉林珲春金铜矿、西玉龙铜矿四个矿，并成功解决水银洞金矿难选冶问题，一年后产出高纯度黄金。通过 2002 年一系列收购，公司成为当时全国最大的 5 家金矿企业之一。**2003 年，公司于港交所上市，成为首家境外上市的国内黄金企业，开始面向全国发展**，先后于福建、新疆、青海、内蒙古等地建设下属子公司。2006 年，公司从矿采金业务延伸至矿采铜、锌、铁、钼、锡领域，先后并购了青海德尔尼铜矿、西藏玉龙铜矿、黑龙江多宝山铜矿、新疆蒙库铁矿等，成为了中国控制金属矿产资源最多的公司。

期间，公司“试水”拓展国际化发展道路，并取得卓越成效。2005 年，公司开始海外布局，入股加拿大顶峰矿业 21%股份。2006 年，公司通过并购，控股了“蒙古纳日陶勒盖金矿”、“越南大班铅锌矿”、“俄罗斯图瓦铅锌矿”等。同年入股南非矿业公司 Ridge Mining，成为了其最大股东，将业务拓展至南非。2007 年，成立合资企业并收购英国蒙特瑞科 90%股份，同年黄金产量跻身世界前十。**2008 年逆势扩张**，成功收购加拿大大陆黄金矿业公司，获得其哥伦比亚 Buriticá 金矿项目。2009-2012 年，先后收购澳洲铜金矿公司、吉尔吉斯斯坦奥同克矿业公司 60%股份及诺顿金田 89.15%的股权（后于 2015 年获得 100%股权），其中诺顿金田为澳大利亚本土最大的黄金生产企业之一，该项目为中国企业收购海外在产大型黄金矿山的第一例。

1.1.3. 2013-2022 年：全球化开拓十年

紫金矿业自 2013 年起积极响应“一带一路”政策，加速海外投资并购，持续实施低成本逆周期并购策略。2014 年，收购刚果穆索诺伊矿业简易股份公司 51% 股份，成为其控股股东，之后从华友钴业收购 21% 股份，共计持有该公司 72% 的股权，成功进入非洲科卢韦齐铜矿项目。2015 年，在铜价、金价低谷期，公司以低价策略大举收购，完成了波格拉金矿、卡莫阿铜矿收购，并参与了艾芬豪公司、恩科维铂业增发，完成了诺顿金田退市。2018 年，收购塞尔维亚 RTB Bor 铜矿 63% 股权。2019 年，收购 Nevsun 100% 股权，旗下拥有塞尔维亚 Timok 铜金矿及非洲厄立特里亚在产矿山 Bisha 铜锌矿。2020 年，收购武里蒂卡金矿、西藏巨龙铜业 50.1% 权益、圭亚那奥罗拉金矿 100% 权益。2021 年，开始向能源金属进军，要约收购阿根廷 3Q 锂盐湖。2022 年，收购西藏拉果错锂矿、Rosebel 金矿、海域金矿 30% 权益、招金矿业 20% 股权等，矿产收购和股权交易超 10 宗，累计投资近 350 亿元。2023 年完成苏里南罗斯贝尔金矿、蒙古哈马戈泰铜金矿交割，并完成朱诺铜矿 48.59% 权益并购。2024 年拟收购加纳 Akyem 金矿、秘鲁 La Arena 金矿和二期项目 100% 权益。

图 4：近十年公司境外重点并购项目

境外重点并购项目	
并购时间	项目
2014/2016	科卢韦齐铜矿
2013-2019	恩科维加拉陶铂族金属矿
2015	卡莫阿铜矿
2015-2019	艾芬豪矿业 13.59% 股权
2015	波格拉金矿
2018	博尔铜矿
2018/2019	碧沙铜(锌)矿
	丘卡卢-佩吉铜(金)矿
2019	武里蒂卡金矿
2020	奥罗拉金矿
2021	3Q 锂盐湖
2022/2023	哈马戈泰铜金矿
2023	罗斯贝尔金矿
2024	拟收购加纳 Akyem 金矿、秘鲁 La Arena 金矿

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

图 5：近十年公司境内重点并购项目

境内重点并购项目	
并购时间	项目
2014	上宫金矿
2004-2016	山西紫金
2005/2016	多宝山铜山铜矿
2020	巨龙铜业
2021	平武中金银厂金矿
2022	拉果错锂盐湖
2022/2023	湘源硬盐锂矿
2022	萨瓦亚尔顿金矿
2022	海域金矿
2022	招金矿业 20% 股权
2023	朱诺铜矿

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2013 至 2023 年十年间，公司主要产品资源储量和产量大幅增长，产量规划兑现度高。2014 年以来，公司逐年或以三至五年为区间披露主要矿产品的产量规划，十年间，公司所披露各主要矿产品产量规划的平均完成率为铜 104%、金 96%、锌(铅) 96%、锂 97%、银 112%、钼 135%、铁 111%。具体来看，铜资源从 1362 万吨增至 9547 万吨，产量从 13 万吨增至 101 万吨，矿产铜实现历史性重大突破，成为中国及亚洲唯一矿产铜产量破百万吨大关矿企，位居全球第五。金资源从 1073 吨增至 3465 吨，产量从 32 吨增至 68 吨，黄金资源量及产能位居主要上市矿企中国及亚洲第一、全球前十。锌(铅)资源从 1099 万吨增至 1240 万吨，产量从 8 万吨增至 47 万吨，成为全球第四大矿产锌企业。潜力矿种拥有 1411 万吨当量碳酸锂、433 万吨钼、2.3 万吨银资源量，依托公司自主技术和工程能力优势，我们认为未来五年有望跻身全球最重要的锂、钼、银生产商行列。

表 3：2013-2023 年主要产品资源储量及生产情况表（全口径）

矿产品		2013 年	2018 年	2023 年
铜	资源量	万吨	1362	6113
	储量	万吨	/	/
	产量	万吨	13	25
金	资源量	吨	1073	1685
	储量	吨	/	/

	产量	吨	32	36	68, 全球第 7
	资源量	万吨	1099	1154	1240
锌 (铅)	储量	万吨	/	/	534
	产量	万吨	8	31	47, 全球第 4
	资源量	吨	1413	2984	22773
银	储量	吨	/	/	2921
	产量	吨	154	221	412
	资源量	万吨	/	/	1411
锂 (LCE)	储量	万吨	/	/	505
	产量	万吨	/	/	0.3
	资源量	万吨	72	81	433
钼	储量	万吨	/	/	233
	产量	万吨	/	/	0.8
	资源量	亿吨	2.36	2.11	5.13
铁矿石	储量	亿吨	/	/	1.54
	产量	万吨	261	297	242

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1.4. 向未来：争创世界超一流

2023 年，公司发布《三年(2023-2025 年)规划和 2030 年发展目标纲要》等发展纲领性文件，规划到 2030 年建成“绿色高技术一流国际矿业集团”，到 2040 年建成“绿色高技术超一流国际矿业集团”宏伟蓝图。2024 年 5 月 16 日的董事会上，公司在 23 年 1 月制定的《关于三年（2023-2025 年）规划和 2030 年发展目标纲要》基础之上，进一步细化公司未来五年主要矿产品产量规划指标，并提出力争将 2030 年主要经济指标提前 2 年（至 2028 年）实现，即 2028 年实现“绿色高技术一流国际矿业集团”目标。

根据未来五年发展规划，公司将发挥资源优势，铜、金产量有望持续快速增长。2028 年矿产铜、矿产金产量指引中值分别为 155/105 万吨，以中值计算，2023-2028 矿产铜、矿产金产量 5 年 CAGR 有望达 8.9%/9.1%，保持快速增长。

具体板块规划：1) **铜板块：**加快推进西藏巨龙铜矿、刚果卡莫阿铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜矿三大铜矿基地产能释放。2) **金板块：**保持苏里南、哥伦比亚等地稳产高产，并加快山东海域、新疆萨瓦亚尔顿金矿投产。3) **锌铅银板块：**重点发展新能源相关银矿资源，促进铅锌增长。4) **锂板块：**推进阿根廷 3Q、西藏拉果错盐湖等“两湖两矿”项目建设，目标成为全球锂业重要企业。5) **钼板块：**加快安徽金寨钼矿开发，协同巨龙铜矿、多宝山铜伴生钼资源，力争成为全球钼产业重要力量。

表 4：公司未来五年主要矿产品产量指引

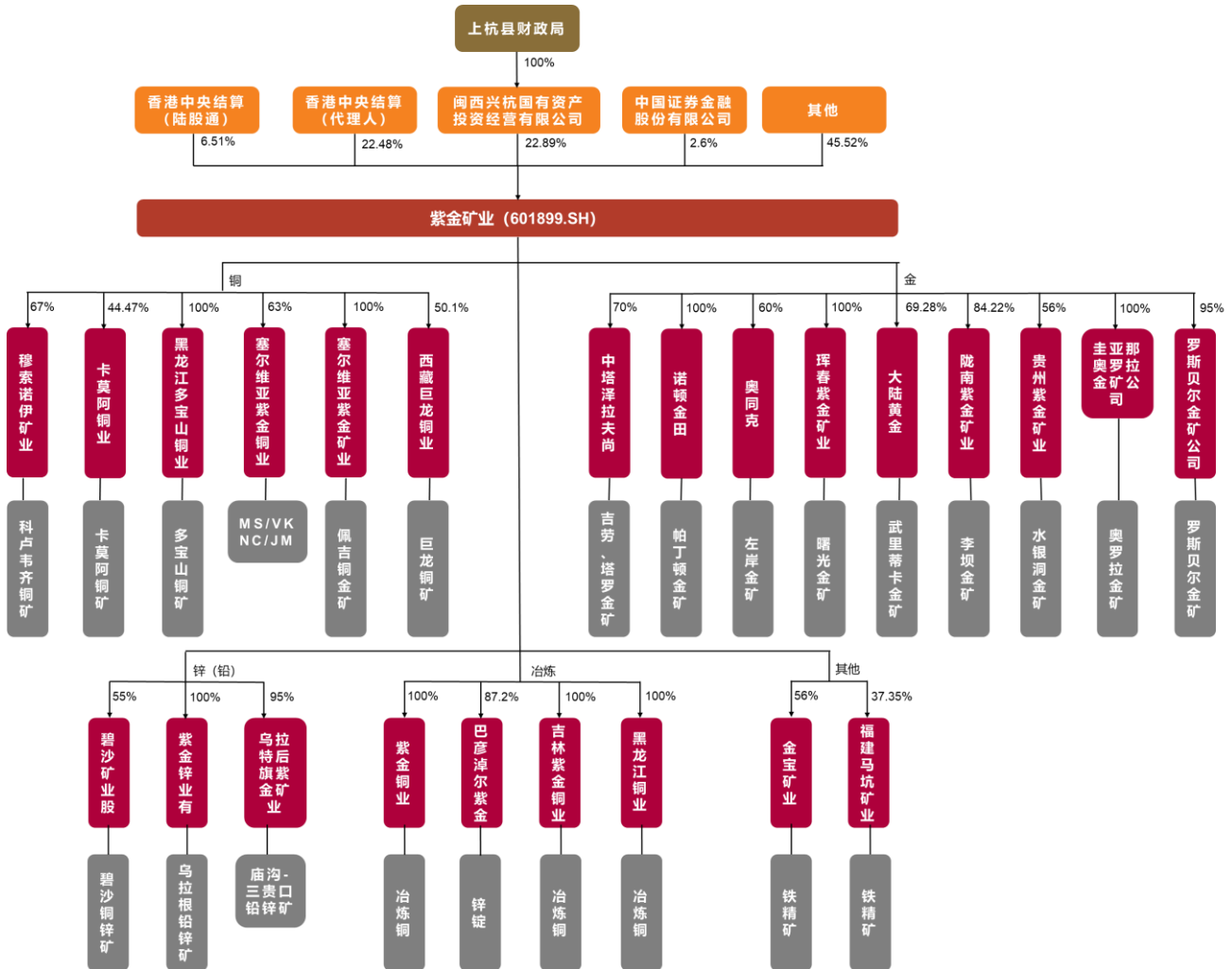
主要矿产品	单位	2023A	2024E	2025E	2028E
矿产铜	万吨	101	111	122	150-160
矿产金	吨	68	73.5	85	100-110
矿产锌/铅	万吨	47	47	50	55-60
矿产银	吨	412	420	500	600-700
锂 (LCE)	万吨	0.3	2.5	10	25-30
矿产钼	万吨	0.8	0.9	1	2.5-3.5

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，管理团队矿业经营经验丰富

公司控股股东为上杭县财政局，旗下多家子公司板块分工明确。截至 24Q3，公司控股股东闽西兴杭国有资产投资经营有限公司持股 22.89%，上杭县财政局为公司实控人，前四大股东合计持股 54.98%，股权结构清晰稳定。子公司方面，铜、金、铅锌、冶炼等业务板块清晰，子公司矿冶协同。

图 6：公司股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所 注：子公司及权益比例截至 2024 年 6 月 30 日

公司高层矿业经营经验丰富，公司创始人和核心领导陈景河先生是国内外金属矿产资源勘查与开发领域的知名专家。目前，公司执行董事任职时间均在 20 年以上，公司高层在矿业经营和管理方面拥有丰富的经验。公司创始人陈景河先生是紫金山金铜矿的发现者和开发领导者，其创立的“矿石流五环归一”矿业工程管理模式已在国内外推广应用并实现显著的经济社会效益。陈景河先生曾发表论文近 60 篇、获国家科技进步奖一等奖 1 项，省部级科技特等奖 2 项、一等奖 16 项，国家级教学成果奖二等奖 1 项，多年来带领公司坚持以“科技创新”为第一动力，形成了以“低品位、难处理矿产资源综合回收利用及大规模工程化开发”“湿法冶金”以及“地质勘查”为代表的三大行业领先核心技术。

表 5：公司高层简介

姓名	职务	简介
陈景河	执行董事、董事长、党委书记	紫金矿业的创始人和核心领导人，现任公司董事长，低品位难处理黄金资源综合利用国家重点实验室主任；兼任中国矿业联合会副会长、中国有色金属工业协会副会长、中国黄金协会副会长、中国职业安全健康协会副理事长，世界黄金协会董事会成员。
邹来昌	执行董事、副董事长、总裁	福建林学院林产化工专业，厦门大学工商管理硕士，教授级高级工程师。1996 年加入公司，拥有丰富的企业管理、矿山选冶与矿业工程管理实践经验。
林泓富	执行董事、常务副	清华大学高级管理人员工商管理硕士 (EMBA)，正高级工程师。1997 年加入公司，拥有丰

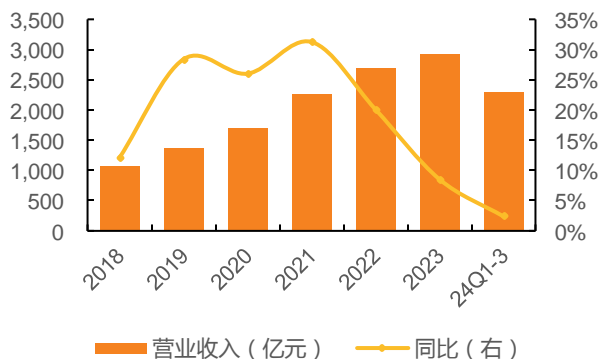
林红英	总裁	丰富的矿山和冶金项目管理及大型项目建设，以及金融、资本运作和管理体系建设实践经验。本科学历，高级会计师。1993 年加入公司，拥有丰富的财务和会计管理、市场贸易运营、金融资本运作知识和专业从业经验。
谢雄辉	执行董事、副总裁	淮南工业学院地质矿产勘查专业，正高级工程师，律师、注册安全工程师、注册咨询（投资）工程师、一级建造师、地质工程师等资格。深圳国际仲裁院仲裁员。2001 年加入公司，拥有丰富的企业法务、矿山运营、安全生产等专业知识及从业经验，专注于企业可持续发展（ESG）研究与能力建设。
吴健辉	执行董事、副总裁	南方冶金学院选矿工程专业，中国地质大学地质工程硕士，对外经济贸易大学工商管理硕士，教授级高级工程师。1997 年加入公司，拥有丰富的大型及超大型矿山、冶炼项目的建设、运营、管理实践经验。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 财务分析：营收利润持续快速增长，铜金双主业贡献主要盈利

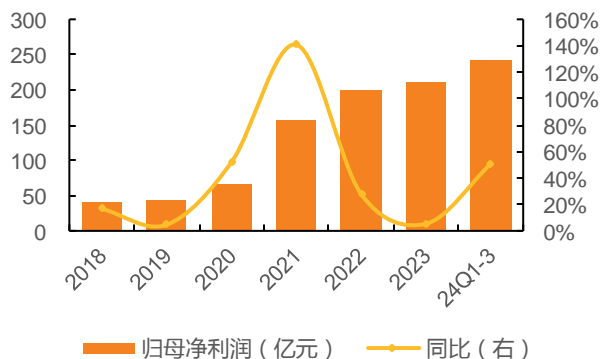
营收规模与归母净利润持续快速增长，业绩持续兑现。近五年来，公司营业收入从 2018 年的 1059.9 亿元增至 2023 年的 2934.0 亿元，归母净利润从 2018 年的 40.9 亿元增至 2023 年的 211.2 亿元，5 年 CAGR 分别为 22.6%、38.8%，均保持高速增长。24 年前三季度，公司实现营收 2303.96 亿元，yoy+2.4%；归母净利润 243.57 亿元，yoy+50.7%；扣非净利润 237.47 亿元，yoy+56.2%。其中，Q3 实现营收 799.8 亿元，yoy+7.1%，环比+5.7%；归母净利润 92.73 亿元，yoy+58.2%，环比+5.1%。24 年前三季度公司盈利同比大幅提升，主要得益于铜、金产品量价齐升，叠加通过控本增效，部分矿产品成本下降，期间公司矿产铜、矿产金产销量同比分别为+5%/+8%，LME 铜、伦敦金现价同比分别为+7.4%/+19.0%。

图 7：公司营收规模持续快速增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司归母净利润持续快速增长

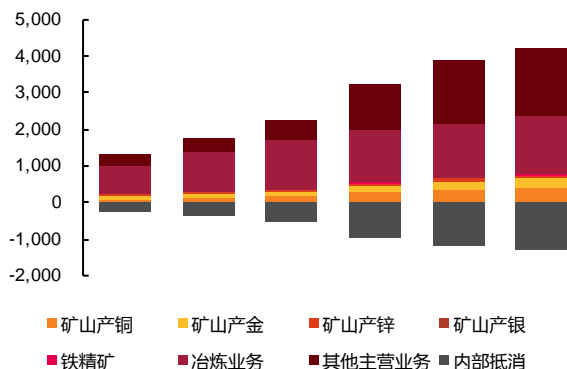


资料来源：wind，天风证券研究所

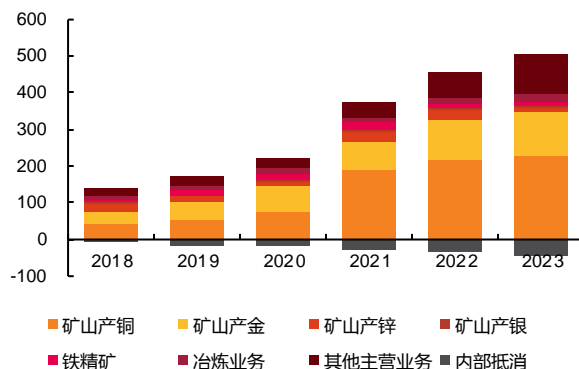
铜金双主业贡献公司主要利润。营收端，冶炼业务（含精炼）与贸易贡献公司主要营收，2023 年分别贡献营收 1613.8、1266.2 亿元，营收占比分别为 55.0%、43.2%，矿产铜、矿产金营收占比分别为 14.1%、9.2%。盈利端，矿产铜、矿产金业务是公司利润增长的主要驱动力，2023 年分别贡献毛利 226.1、122.1 亿元，毛利占比分别为 48.7%、26.3%，其他矿产品矿产锌、矿产银、铁精矿毛利占比分别为 2.3%、1.6%、1.6%，24 年前三季度，矿产铜、矿产金业务毛利占比分别提升至 49.1%、31.0%。

图 9：冶炼&贸易为公司主要营收来源（亿元）

图 10：铜金双主业贡献公司主要毛利（亿元）



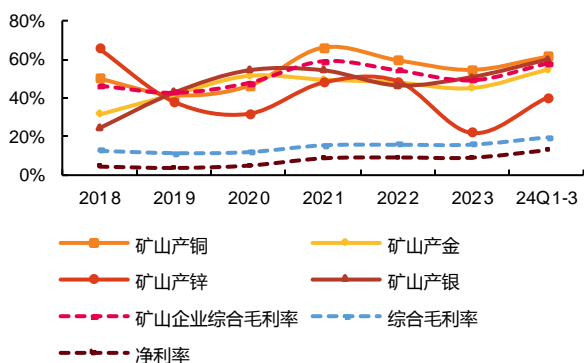
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

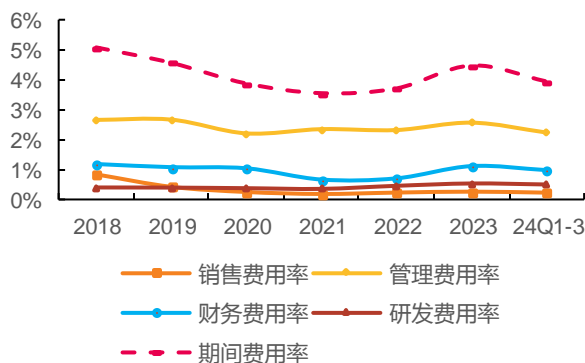
综合毛利率、净利率整体处于上行通道，费用管控能力优异。公司矿山业务保持高盈利水平，支撑公司综合毛利率、净利率提升，2023 年公司综合毛利率、净利率分别为 15.8%、9.1%，矿产铜/矿产金/矿产锌/矿产银毛利率分别为 54.5%/45.1%/21.8%/50.8%，矿山企业综合毛利率为 49.1%。24 年前三季度，得益于金属价格上行和降本增效，公司利润率持续提升，综合毛利率、净利率分别提升至 19.5%、12.9%，同比+4.4pcts/+4.0pcts，矿产铜/矿产金/矿产锌/矿产银毛利率分别提升至 61.2%/54.5%/39.9%/59.7%，矿山企业综合毛利率提升至 57.7%。**费用率方面**，2018-2021 年，公司期间费用率持续下降，2022-2023 年，由于新增并表企业增加销售、管理费用，同时融资规模增加和外币借款利率提高导致财务费用上升，公司期间费用率有所抬升，2023 年期间费用率 4.5%，同比+0.8pcts，24 年前三季度精益管理驱动期间费用率回落至 3.9%。

图 11: 公司综合毛利率、净利率整体处于上行通道



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 公司期间费用率近年有所抬升但仍相对平稳



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 铜金双主业，全球多金属资源全面布局

资源为王，紫金矿业拥有铜、金、锂、钼等世界级多元矿业资产组合。目前，紫金矿业在国内 17 个省（区）和海外 15 个国家拥有重要矿业投资项目，已经成为中国铜、金、锌资源储量最大、产量最多、综合效益最好的金属矿业企业。截至 2024 年 6 月底，公司拥有权益资源量：铜 8075 万吨、金 3051 万吨、铅（锌）1045 万吨、碳酸锂当量（LCE）1347 万吨、银 1.81 万吨、钼 341 万吨。主力矿种铜、金资源量及产能位居中国领先、全球前十，潜力矿种方面，依托公司自主技术和工程能力优势，未来五年有望跻身全球最重要的锂、钼、银生产商行列。

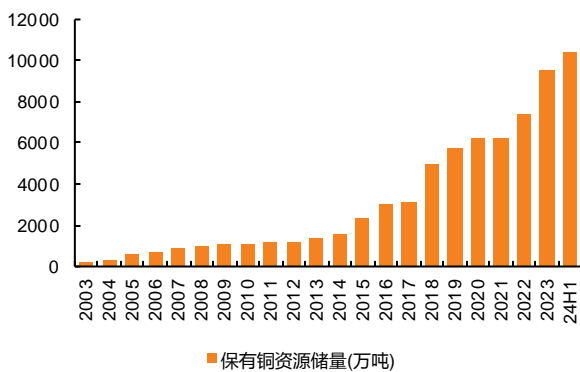
表 6：公司资源量情况（截至 2024 年 6 月 30 日）

矿种	单位	保有口径		权益口径	
		储量	资源量	储量	资源量
铜矿	金属万吨	4382.31	10466.84	3292.71	8075.35
金矿	金属吨	1322.28	3527.96	1119.59	3051.24
碳酸锂	LCE 万吨	505.39	1411.28	442.62	1346.56
银(含伴生)	金属吨	2653.26	28380.36	1684.53	18073.3
钼(含伴生)	金属万吨	232.68	490.6	159.45	340.7
锌矿	金属万吨	446.96	1081.42	390.45	919.29
铅矿	金属万吨	59.52	130.45	56.91	125.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

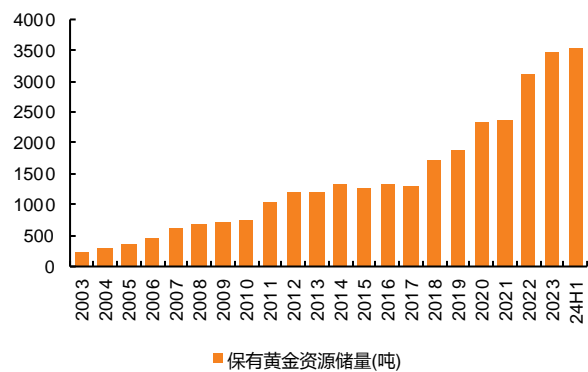
公司自主找矿勘探持续突破，二十年间铜金资源储量实现显著增长。回顾公司增储历程：铜资源储量从 2003 年的 246 万吨增长至 2023 年的 9547 万吨，其中 2016 年至 2020 年间增长尤为迅猛，铜资源量连续突破 3000 万吨、4000 万吨、5000 万吨大关，到 2023 年达到近 10000 万吨；公司黄金资源储量从 2003 年的 235 吨增长至 2023 年的 3465 吨，从 2019 年开始，黄金资源量呈跨越式增长。我们认为，铜、金资源量的持续扩张彰显公司成长性，资源优势已确立，凭借自主找矿勘探的竞争优势和管理层战略布局，未来公司资源量有望高位再进阶。

图 13：公司铜资源储量持续扩张



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

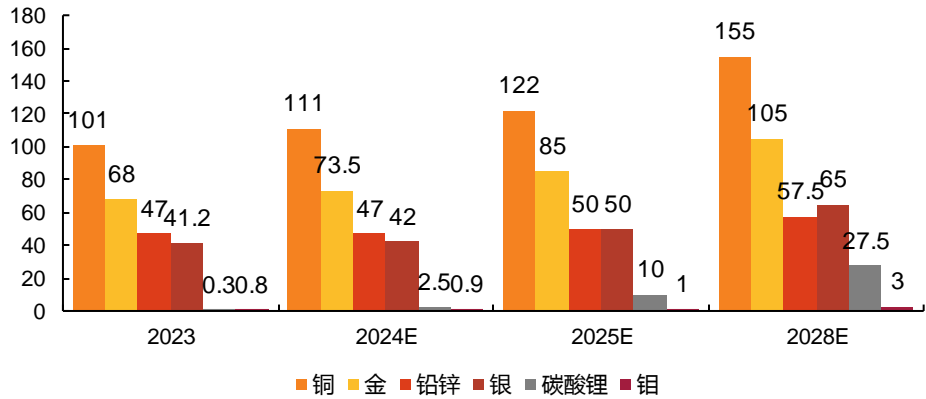
图 14：公司金资源储量持续扩张



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

2023 年矿产铜、金产量分别位列全球第 5、第 7，根据产量规划，未来 5 年有望保持高速增长。2023 年，公司实现矿产铜 101 万吨、矿产金 68 吨、矿产锌（铅）47 万吨、矿产银 412 吨，分别同比增长 11.1%、20.2%、2.9%、4.1%，新增当量碳酸锂 2,903 吨，其中矿产铜产量破百万吨大关，位居全球前五，矿产金产量位居全球第七，是头部矿企中矿产铜、金产量增长最快的企业之一。2024 年前三季度，公司实现矿产铜 79 万吨、矿产金 54 吨、矿产锌（铅）31 万吨、矿产银 331 吨，其中矿产铜、金同比增速分别为 4.7%和 8.3%。根据公司最新五年规划，到 2028 年矿产铜产量将达到 150-160 万吨，金产量将达到 100-110 吨，我们取中值测算得公司 23-28 年矿产铜/金产量复合增速分别为 8.9%/9.1%，且产量扩张在年度之间相对比较均衡。

图 15：2023-2028 矿产铜、矿产金产量指引 5 年 CAGR 约为 9%



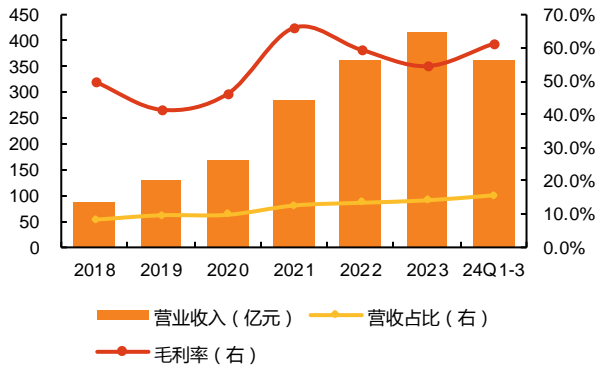
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：金的单位为吨，银的单位为十吨，其他为万吨；2028E 取中间值

2.1. 多个世界级铜矿项目驱动盈利增长

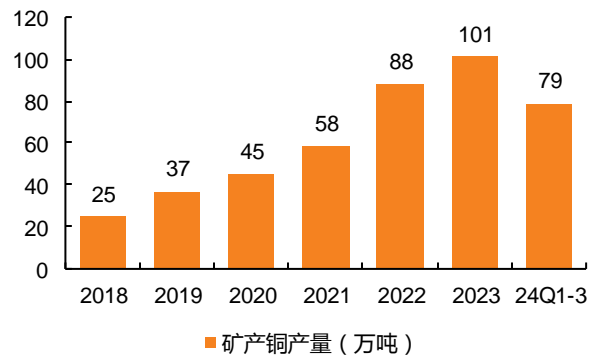
2023 年公司矿产铜实现历史性重大突破，成为中国及亚洲唯一矿产铜产量破百万吨大关矿企，位居全球前五。2023 年，公司矿山产铜 100.7 万吨，同比增长 11.13%；冶炼产铜 72.46 万吨，同比增长 4.88%；2024 年前三季度，公司实现矿产铜 79 万吨，同比增长 4.7%。根据中国有色金属工业协会数据，2023 年中国实现矿山产铜 161.9 万吨，公司矿山产铜相当于中国总量的 62%左右。营收方面，2023 年公司矿产铜实现营收 414.8 亿元，营收占比 14.1%；2024 年前三季度矿产铜实现营收 360.8 亿元，营收占比 15.7%。2023 年矿产铜毛利率为 54.5%，得益于铜价上行和降本增效，2024 年前三季度矿产铜毛利率提升至 61.2%。

图 16：公司矿产铜板块营收规模持续扩张



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：公司矿产铜产量持续快速增长



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

海外项目相继投产助力产能飞跃。2023 年，公司旗下矿山铜产量达到 100.7 万吨，同比增长 13 万吨，其中增量主要来自刚果（金）的卡莫阿铜矿项目、西藏巨龙矿业、塞尔维亚紫金矿业和西藏玉龙。其中卡莫阿铜矿项目在 2023 年第一季度完成了一、二期的联合改扩建并投产，年产能达到 45 万吨，全年产铜量高达 39.4 万吨，贡献 2.7 万吨增量（权益口径）；西藏巨龙铜业、玉龙铜业分别贡献 3.96、2.63 万吨增量；塞尔维亚的铜矿项目在 2023 年合计实现矿产铜 23.89 万吨，贡献 3.49 万吨增量。

表 7：2023 年公司主要铜矿山企业生产情况

铜矿企业名称	持有权益	资源量 (万吨)	品位 (%)	2022 矿产铜 (万吨)	2023 矿产铜 (万吨)	2023 权益产铜 (万吨)
卡莫阿铜业 (权益)	44.98%	4266.0	2.52	15.0	17.7	17.7

西藏巨龙铜业	50.10%	1927.1	0.31	11.5	15.4	7.73
科卢韦齐铜（钴）矿	72%	251.3	3.30	12.8	12.7	9.15
黑龙江多宝山	100%	216.0	0.45	11.1	11.1	11.1
塞尔维亚紫金矿业	100%	上部矿带：113.7 下部矿带：1855.4	上部矿带：2.43 下部矿带：0.76	11.1	13.9	13.85
塞尔维亚紫金铜业	63%	1114.2	0.45	9.3	10.0	6.33
福建紫金山铜金矿	100%	112.0	0.49	8.6	8.6	8.6
阿舍勒铜矿	51%	54.5	1.84	4.4	4.4	2.26
西藏玉龙（权益）	22%	-	-	-	2.6	2.63
厄立特里亚碧沙矿业	55%	75.9	1.03	1.7	1.8	0.97
吉林珲春紫金	100%	4.3	0.16	1.2	1.2	1.23
其他矿山合计				1.0	1.2	0.98
总计				87.7	100.7	82.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：2023 年公司主要铜冶炼企业生产情况

企业名称	持有权益	冶炼产铜(万吨)	权益冶炼产铜(吨)
紫金铜业（福建）	100%	42.3	42.3
黑龙江紫金铜业	100%	16.9	16.9
吉林紫金铜业	100%	13.0	13.0
其他铜冶炼总计		0.3	0.3
总计		72.5	72.4

资料来源：公司公告，天风证券研究所

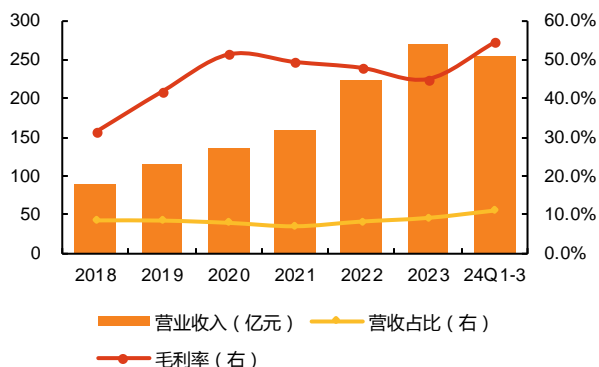
公司铜板块未来主要的增量项目包括：

- 1) 塞尔维亚项目：**丘卡卢-佩吉铜（金）矿下部矿带及博尔铜矿技改扩建项目，23 年联合晋升为欧洲第二大矿山产铜企业；25 年总体有望形成矿产铜 30 万吨/年产能；塞紫铜和塞紫金年总产铜 45 万吨工程有序推进。
- 2) 刚果（金）卡莫阿铜矿：**卡莫阿铜矿三期选厂提前半年建成投产，达产后年产铜将提升至 60 万吨以上，晋升为非洲最大、全球第四大铜矿；年产 50 万吨阳极铜铜冶炼厂计划于 2025 年 2 月竣工投产；项目同时在研究新的扩产建设计划。
- 3) 西藏巨龙：**巨龙铜矿二期改扩建后一期及二期年总产铜 30-35 万吨工程有序推进，建成达产后总体年采选矿石量将超过 1 亿吨，年矿产铜将达 30-35 万吨，预期成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。
- 4) 西藏朱诺铜矿：**规划建成年矿产铜 9.9 万吨矿山。
- 5) 多宝山铜山铜矿：**II 号矿体采矿工程建成达产后整体年产能有望提升至 12 万吨。
- 6) 黑龙江铜山矿：**黑龙江铜山铜矿的重大地质找矿勘查成果获得自然资源主管部门评审通过，黑龙江铜山矿地采建设有序推进。

2.2. 黄金：波格拉金矿+海域金矿海陆结合贡献增量

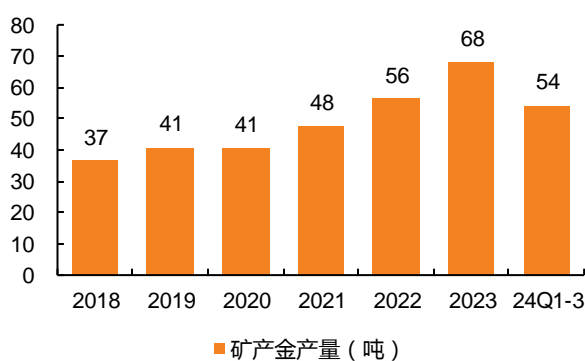
2023 年公司黄金资源量及产能位居主要上市矿企中国及亚洲第一、全球前十，同比增长超过 20%，增速位居全球金企前列。2023 年，公司矿山产金 67.7 吨，同比增长 20.17%；冶炼加工及贸易金 249.5 吨，同比下降 3.49%。根据中国黄金协会数据，2023 年中国实现矿山产金 297.3 吨，公司矿山产金相当于中国总量的 23%左右。24 年前三季度，公司矿产金产量达 54 吨，接近 22 年全年矿产金产量。

图 18：公司矿产金板块营收规模持续扩张



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：公司矿产金产量自 21 年以来大幅增长



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

巴新波格拉金矿复产、海域金矿工程推进拉升产量预期。2023 年，公司矿产金产量达到 67.7 吨，同比增长 11.3 吨，其中增量主要来自罗斯贝尔金矿、山西紫金和招金矿业。罗斯贝尔项目为世界级黄金矿山，是南美洲最大在产露天金矿之一，拥有资源量金 193 吨；2023 年当年并购当年增效 2-12 月矿产金 7.6 吨，2024 年计划矿产金 7.9 吨，技改达产后将形成 10 吨/年产金能力，为公司产金大户和骨干盈利项目。**未来的增量项目中：**波格拉金矿为全球十大黄金矿山之一、巴新第二大金矿，拥有资源量金 417 吨；项目于 23 年末全面复产，复产达产后平均年矿产金 21 吨，归属公司权益年矿产金约 5 吨。海域金矿为中国最大单体金矿，拥有资源量金 562 吨计划 2025 年投产，整体投产达产后年矿产黄金约 15-20 吨，有望晋升为中国最大黄金矿山之一，预计能够继续贡献矿产金产量增长。

表 9：2023 年公司黄金企业生产情况

金矿企业名称	持有权益	资源量 (吨)	品位 (克/吨)	2022 矿产金 (吨)	2023 矿产金 (吨)	2023 权益产金 (吨)
哥伦比亚武力蒂卡	69.28%	312.3	6.75	7.7	8.3	5.8
罗斯贝尔	95%	193.1	1.22	-	7.6	7.2
澳大利亚诺顿金田	100%	355.8	1.14	5.5	6.7	6.7
塔吉克斯坦泽拉夫尚	70%	97.3	1.91	6.5	6.0	4.2
陇南紫金	84.22%	136.9	2.07	5.5	5.9	5.0
塞尔维亚紫金矿业	100%	上部矿带：58.3 下部矿带：385	上部矿带：1.25 下部矿带：0.16	4.7	5.0	5.0
塞尔维亚紫金铜业	63%	383.8	0.16	2.6	2.0	1.3
吉尔吉斯斯坦奥同克	60%	44.1	3.94	3.8	4.1	2.5
山西紫金	100%	109.1	1.78	-	3.9	3.9
圭亚那奥罗拉	100%	183.8	2.54	2.7	3.0	3.0
招金矿业 (权益)	20%	-	-	-	2.9	2.9
黑龙江多宝山	100%	-	-	2.6	2.6	2.6
贵州紫金	56%	180.9	5.13	2.8	2.2	1.2
吉林珲春紫金	100%	6.3	0.23	2.2	2.2	2.2
洛阳坤宇	70%	-	-	2.7	2.1	1.5
其他矿山合计	-	-	-	5.0	3.4	2.6
总计				56.4	67.7	57.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：2023 年公司黄金冶炼企业运营情况

黄金冶炼及贸易企业名称	持有权益	冶炼产金 (吨)	权益冶炼产金 (吨)
黄金冶炼公司	100%	156.0	156.0

海峡珠宝产业园	50.3%	42.4	21.3
银辉黄金冶炼公司	100%	11.5	11.5
紫金铜业	100%	11.6	11.6
其他金冶炼合计		28.1	25.2
总计		249.5	225.7

资料来源：公司公告，天风证券研究所

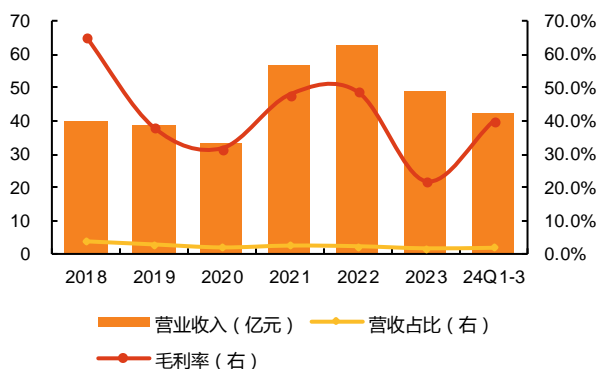
公司黄金板块未来主要的增量项目包括：

- 1) **罗斯贝尔金矿**：改扩建工程建成达产后有望形成年产矿产金 10 吨产能。
- 2) **波格拉金矿**：2023 年底恢复生产，金矿复产达产后年平均矿产金将达到 21 吨，归属公司权益年黄金产量约 5 吨。
- 3) **陇南紫金金山金矿**：2023 年陇南紫金产金 5.9 吨，新建的金山金矿 2,000 吨/日采选工程已建成并取得安全设施设计审查批复，目前已进入试生产阶段。
- 4) **萨瓦亚尔顿金矿**：设计先露采后地采，露采建成达产后年均产金约 3.3 吨、地采建成达产后年均产金约 2.4 吨，截至 24H1，240 万吨/年采选和 5 吨/年黄金冶炼项目如期建成投产。
- 5) **海域金矿**：12,000 吨/日采选工程有序推进，计划 2025 年投产，整体投产达产后年产矿产黄金约 15-20 吨，公司持有海域金矿实际权益约 44%（含招金矿业 20%权益）。

2.3. 铅锌：低品位开发能力显著，产能持续增长

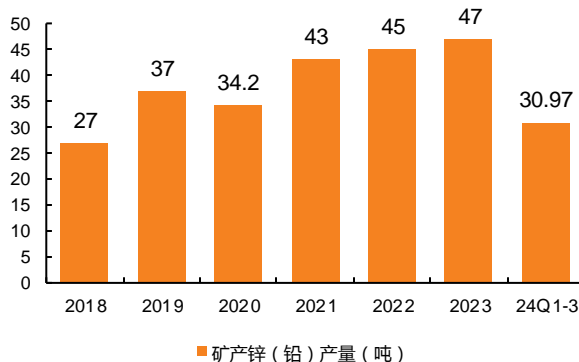
公司为中国第一、亚洲第二、全球前四的矿产锌生产企业，拥有显著的低品位锌（铅）矿开发和盈利能力。2023 年，公司锌（铅）板块产能保持增长，紫金锌业扩产技改全面达产，公司矿山产锌精矿含锌 42.2 万吨，同比上升 2.24%；冶炼生产锌锭 33.3 万吨，同比上升 4.59%，产铅精矿含铅 4.5 万吨，同比上升 9.32%。

图 20：公司矿产锌板块营收规模自 20 年以来整体呈增长态势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：公司矿产锌产量 20 年以来整体呈增长态势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资源集约节约利用，低品位开发助力产量增长。紫金锌业乌拉根锌（铅）矿为中国境内特大型低品位锌（铅）矿山，公司通过实施资源集约节约利用，项目成为全球入选品位最低、国内产品产量最大的在产单体铅锌矿山。截至 23 年底，公司拥有资源量锌 506 万吨、铅 86 万吨；2023 实现矿产锌 14 万吨、矿产铅 2.5 万吨；2024 年计划矿产锌 14 万吨、铅 2.4 万吨。总体上锌铅产量呈现增长趋势。

表 11：2023 年公司铅锌企业生产情况

锌（铅）矿企业名称	持有权益	资源量 (万吨)	品位 (%)	矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+铅合计 (吨)	权益产锌+铅合计 (吨)
-----------	------	----------	--------	---------	---------	-------------	--------------

紫金矿业	100%	505.8	1.96	14.1	2.5	16.5	16.5
厄立特里亚碧沙矿业	55%	284.8	3.87	11.7	-	11.7	6.4
俄罗斯龙兴	70%	62.0	6.13	8.6	0.5	9.1	6.4
乌拉特后旗紫金	95%	188.1	2.35	5.1	1.1	6.2	5.9
阿舍勒铜矿	51%	-	-	1.6	-	1.6	0.8
万城商务	42.8%	-	-	1.0	0.2	1.2	1.2
其他矿山合计				0.04	0.3	0.3	0.3
总计				42.2	4.5	46.7	37.5

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 12：2023 年公司铅锌冶炼企业运营情况

锌（铅）冶炼企业名称	持有权益	锌锭（吨）	权益锌锭（吨）
巴彦卓尔紫金	87.29%	21.0	18.3
紫金有色	100%	12.3	12.3
总计		33.3	30.6

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 锂：2025 年碳酸锂有望成为重要补充

公司拥有世界级锂资源储备，规划至 2025 年形成 12-15 万吨当量碳酸锂产能。2023 年，公司产当量碳酸锂 2903 吨。2024 上半年，湖南道县湘源硬岩锂矿(100%权益)锂(LCE)一期产量 239 吨，二期 500 万吨/年采选工程及其余锂矿项目建设有序推进。全球锂市场过剩压力下，锂价弱势运行没有显著改变。公司加大投资成本控制，积极完善项目各项权证，压实锂业务低成本运营策略，并合理控制“两湖两矿”锂项目建设进度及投产节奏。据 24 年三季报，受项目权证办理手续滞后以及碳酸锂价格持续低迷等影响，公司将阿根廷 3Q 项目和西藏拉果错项目投产时间延至 2025 年。

表 13：2023 年公司锂板块生产情况

锂矿项目名称	持有权益	资源量（万吨）	硬岩锂品位（%）， 盐湖锂离子浓度（mg/l）	产品	权益 LCE（吨）
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	100%	853.8	624	碳酸锂	-
西藏拉果错盐湖锂矿	70%	215.7	281	氢氧化锂	-
湖南道县湘源硬岩锂矿	100%	83.1	1.06	锂云母精矿	2903
总计					2903

资料来源：公司公告，天风证券研究所

锂资源储备丰富，落实低成本运营策略，25 年有望放量：

- 1) **西藏拉果错盐湖**：全面建成达产后预期形成 4-5 万吨/年氢氧化锂产能
- 2) **湖南湘源硬岩锂多金属矿**：一期 30 万吨/年采选系统已建成，500 万吨采选项目建成达产后预期形成约 3 万吨/年当量碳酸锂产能，计划 2025 年二季度建成投产。
- 3) **阿根廷 3Q 锂盐湖**：全面建成达产后预期形成 4-6 万吨/年碳酸锂产能
- 4) 受邀主导世界级锂矿刚果(金)马诺诺锂矿东北部勘探开发

2.5. 其他金属：白银、钼、钨、钴等金属多元化生产

公司矿产银产量中国领先，且公司也是中国重要的铁精矿、钼、钴矿及副产硫酸生产企业，生产多元化。2024 年前三季度矿产银 331 吨，同比增加 6.69%；2024 上半年矿山产钼 4,174

吨、钨 2,059 吨、钴 439 吨，小金属生产多元化。

表 14：2023 年公司其他金属生产情况

银矿山及企业	持有权益	矿产银（吨）	权益产银（吨）
西藏巨龙	50.10%	105.8	53.0
厄立特里亚碧沙矿业	55%	48.5	26.7
黑龙江多宝山	100%	39.8	39.8
洛阳坤宇	70%	37.2	26.0
阿舍勒铜矿	51%	34.7	17.7
福建紫金山铜金矿	100%	28.5	28.5
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	25.0	17.3
俄罗斯龙兴	70%	23.9	16.7
山西紫金	100%	23.6	23.6
其他矿山合计		45.0	37.7
总计		412.0	287.0
铁矿山及企业	持有权益	铁精矿（万吨）	权益铁精矿（万吨）
金宝矿业	56%	157.58	88.25
福建马坑（权益）	37.35%	80.69	80.69
其他矿业合计		4	2
总计		242.27	170.94
硫酸生产企业名称	持有权益	硫酸（万吨）	权益硫酸（万吨）
紫金铜业	100%	112.7	112.7
黑龙江紫金铜业	100%	66.2	66.2
吉林紫金铜业	100%	50.5	50.5
巴彦卓尔紫金	87.28%	35.1	30.7
紫金有色	100%	23.7	23.7
塞尔维亚紫金铜业	63%	41.7	26.3
其他企业		7.0	7.2
总计		337.0	317.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司银及小金属板块未来主要增量项目：

- 1) **矿产银**：产量随着巨龙铜矿、多宝山铜山铜矿等加速扩能投产，伴生矿产银产量将全面提升。
- 2) **安徽金寨钼矿**：前期筹备加速推进，有建成全球最大钼矿山潜力。

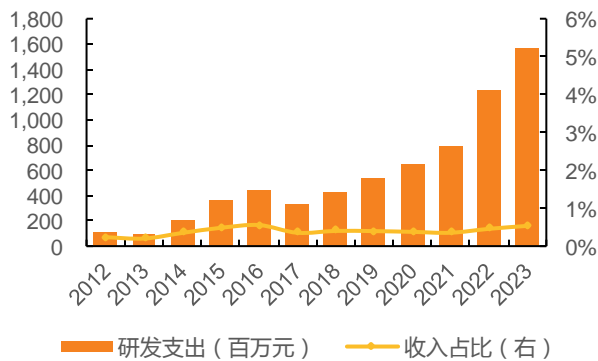
3. 核心竞争力：科技创新注入强劲动力，逆周期并购+自主找矿塑造资源优势

3.1. 核心优势：持续的科技创新形成全球竞争“利器”

“科技创造紫金”。矿业竞争实质是成本与价格的竞争，决定性的因素是资源禀赋。同时现代矿业是高科技支撑的行业，科技创新在找矿勘察、低成本开发中起关键性作用。我们认为科技创新是紫金矿业的核心竞争力，“科技创造紫金”是公司成立 30 余年发展历程的真实写照，公司在地质勘查评价、开采技术、低品位难选冶资源综合回收利用、环保等方面具有行业领先的技术优势，同时具备丰富的实践经验。

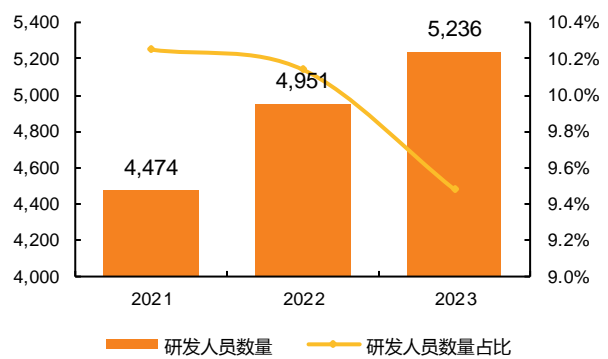
持续加码研发投入，研发人员数量占比行业领先。公司重视科研，近年来研发支出迅速增长，2018-2023 年，研发支出从 4.25 亿元增至 15.67 亿元，5 年间复合增速高达 30%，尤其是 2022 年，研发支出同比增加 55%。截至 2023 年底，公司研发人员数量达 5236 人，占比达 9.5%，高于同行业可比公司（洛钼同期为 7.8%），同时公司旗下拥有 18 家国家高新技术企业、109 项国家级或省部级科技奖励、224 项自主知识产权，科技成果亮眼。

图 22：公司持续加码研发投入



资料来源：Wind，天风证券研究所

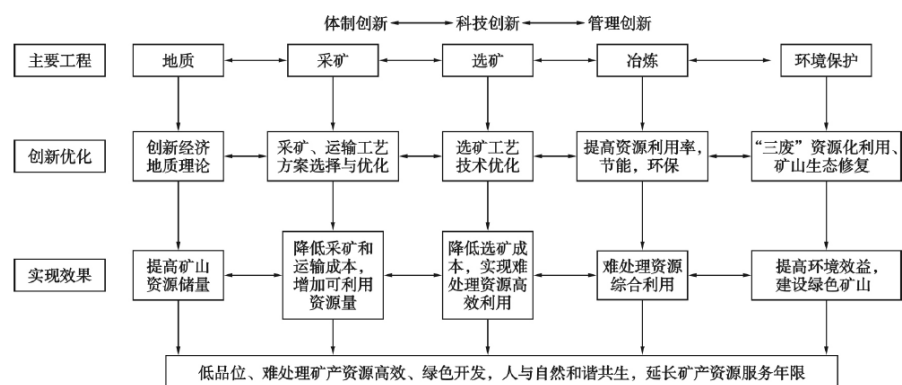
图 23：公司研发人员数量近年来快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司创新的根源可以回溯到最初紫金山金铜矿的开发。在紫金山低品位金铜矿的勘查和开发工程技术创新实践中，公司创立了以矿石流为走向，将地勘、采矿、选矿、冶炼和环保五个环节进行统筹研究和全流程控制的“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，成功开发低品位金铜矿，低品位资源产生高效益。此后，“矿石流五环归一”矿业工程管理模式在全球多个大型项目建设和运营中获得高效应用，成为公司参与全球矿业竞争的“利器”。

图 24：“矿石流五环归一”矿业工程管理模式示意图



资料来源：《紫金山金矿资源裂变与创新开发工程实践》陈景河，天风证券研究所

我们认为，持续的科技创新和技术输出能力，成就公司低成本竞争优势 & “紫金速度”。公司技术输出能力强，能够针对项目公司的实际开展系统性技术攻关和方案输出，如原

期亏损的塞尔维亚博尔铜矿、苏里南罗斯贝尔金矿等 5 个大型项目，公司主导运营后不到 1 年均扭亏为盈。具体执行上，公司坚持“一企一策”开发，优化建设方案、控制投资成本、缩短建设周期，如卡莫阿铜矿三期提前建成投产，“紫金速度”彰显。生产成本方面，据公司公告，2023 年公司铜 C1 成本和黄金 AISC 成本均位于全球前 20%分位，低成本竞争优势明显。

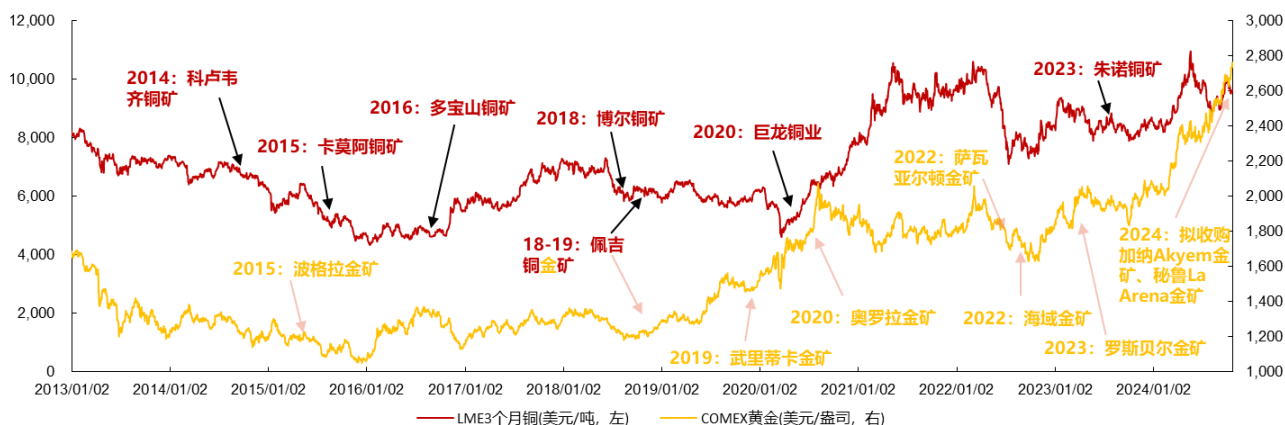
除了专注于采矿、选矿技术不断提升，公司信息化水平和“智慧矿山”建设走在行业前沿。公司成立紫金智信和紫金智控两家信息化子公司，在基础设施升级、管理系统研发推广、市场化探索和信息安全等方面取得积极进展。自动化、智能化和无人化在代表性矿山有序推进，全球化运营管理效率显著提升。如西藏巨龙铜矿运用 5G 技术、多传感器融合导航技术、自动驾驶技术等前沿技术，对采剥过程的全流程智能化作业进行探索，目前，完成了卡车调度系统的建设，建立了车、地、云协同的露天矿无人驾驶运输系统。

3.2. 优势二：逆周期低成本并购+自主找矿勘探结合成就资源优势

擅长逆周期并购，实现全球资源高效配置。公司逆周期并购&资源判断力卓越，精准把握铜金价格周期，持续进行资源版图扩张，在铜价下跌或低迷期间，成功收购了科卢韦齐铜矿、卡莫阿铜矿、佩吉铜矿的上下矿带、巨龙铜业等铜资产；同样，公司也逆周期收购了萨瓦亚尔顿金矿、海域金矿 30%权益及招金矿业 20%股权等资产。同时，资源并购具有性价比，据公司公告，2020-2023 年，公司资源平均并购成本铜约 50 美元/吨、黄金约 70 美元/盎司，显著低于全球同行同期铜 200 美元/吨、黄金 80 美元/盎司的平均并购水平。

此外，公司自主找矿勘探同样具备比较竞争优势，坚持找矿勘探与资源并购并举，面向全球低成本、高效益增厚矿产资源优势。据公司公告，截至 2023 年末，公司 50%以上铜、金资源和 90%以上锌（铅）资源为自主勘探获得，单位勘查成本显著低于全球同行。2024 上半年，公司找矿勘探继续取得突破进展，旗下巨龙铜矿和黑龙江铜山铜矿的重大地质找矿勘查成果获得自然资源主管部门评审通过，两宗铜矿合计新增铜资源量 1,837.7 万吨、铜储量 577.7 万吨；同时塞尔维亚佩吉铜金矿南部 MG 勘查有望新探获大型高品位铜金矿床。截至 24H1，公司权益口径资源量较年初增加铜 619.7 万吨、金 53.7 吨，合计拥有权益资源量：铜 8075 万吨、金 3051 万吨，铜、金资源量及产能位居中国领先、全球前十。

图 25：公司逆周期低成本完成多个重大矿业项目并购



资料来源：Wind，公司官网，公司公告，天风证券研究所

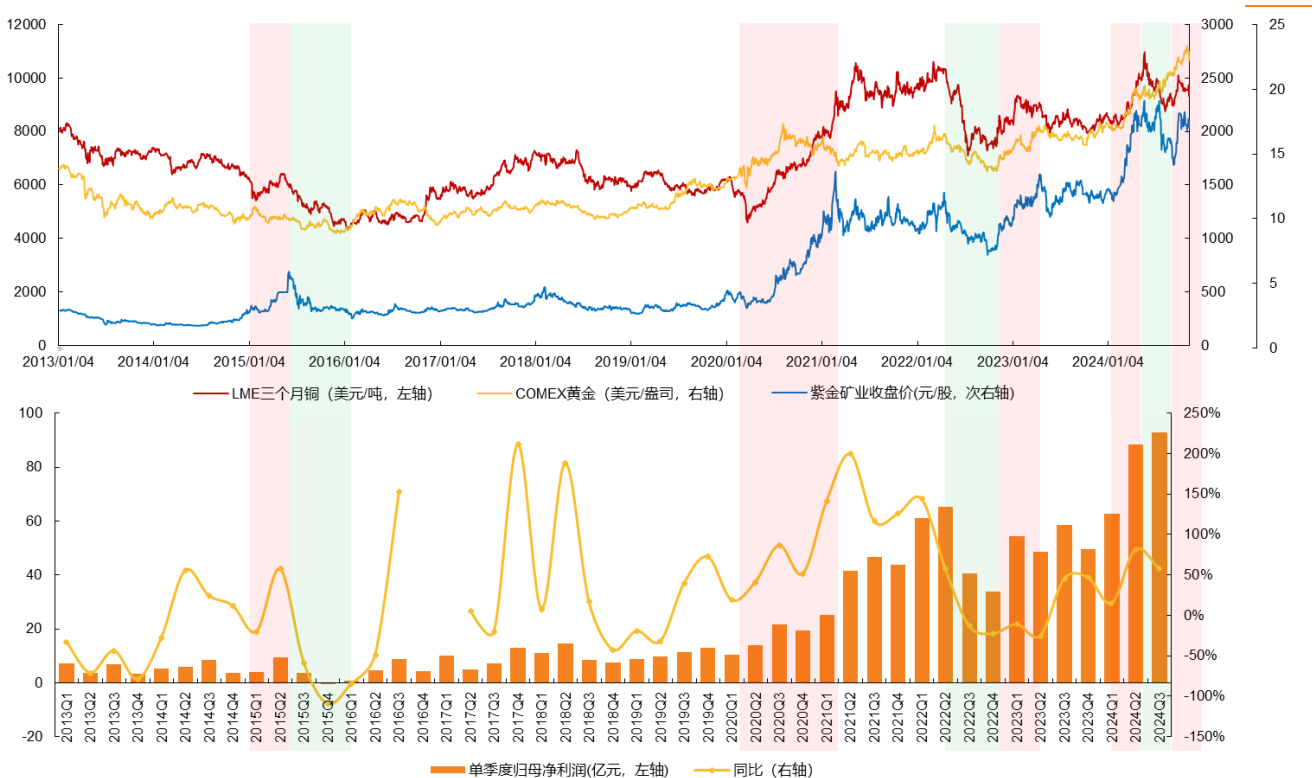
4. 铜金步入上行周期，公司有望迎戴维斯双击

作为典型的铜金双主业公司，紫金矿业股价表现及盈利和铜金价格高度相关，大部分由铜金双轮驱动，且近年来股价走势与铜价正相关性更为明显（铜的毛利占比更高），节奏上与铜价同步或提前反应铜价，弹性高于铜价。当铜金价格分化时，金则对于公司股价起到一定的缓冲作用，起到铜金对冲的效果。

2024 年以来公司股价与铜金价格相关性复盘：2024 年初至 5 月下旬，铜金双轮驱动股价上涨。随着降息预期渐起，基本上铜精矿供应持续偏紧，金融属性和工业属性共振，铜价大幅上涨，同时除降息预期之外，地缘政治风险频发+美国赤字扩张+央行购金强劲的新范式驱动金价中枢抬升。之后由于衰退交易扰动和国内供给并未兑现减产、库存累库等因素影响，铜价高位回落，公司股价随着回落，期间金价震荡后上扬，或对冲了部分铜跌价的不利影响。9 月中旬，随着美联储降息预期升温 and 落地、宏观情绪回暖，叠加金九银十需求旺季预期，铜价大幅反弹，公司股价随之上涨。10 月以来，美国经济数据好坏不一，叠加传统消费淡季渐趋临近，铜价震荡下跌，公司股价则随铜价保持震荡。

展望后市，我们认为在前期资本开支不足和资源贫化的条件下，铜精矿供应端硬约束已塑造，叠加新一轮降息周期开启，中长期铜价中枢有望稳步上行，同时特朗普新任期二次通胀逻辑或将在未来四年持续演绎，新旧范式共同支撑金价走牛。**铜金步入上行周期，或将对公司盈利和股价形成有效支撑，叠加发展目标明确及 α 能力突出，公司有望迎戴维斯双击。**

图 26：公司盈利及股价表现与铜金价格走势高度相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1. 铜：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移

铜需求悲观预期或已提前演绎，铜价年内下行空间或有限。今年 3 月以来，铜价持续攀升，而后伴随宏观衰退预期反复和铜消费压力，铜价自 5 月底开始显著回落，9 月份，随着美联储降息预期升温 and 落地、宏观情绪回暖，叠加金九银十需求旺季，铜价大幅反弹，10 月以来，美国经济数据好坏不一，叠加传统消费淡季渐趋临近，铜价震荡下跌。回归基本面，供给端，铜矿资本开支下行&资源贫化塑造供应硬约束，近年来成本曲线不断抬升（2023

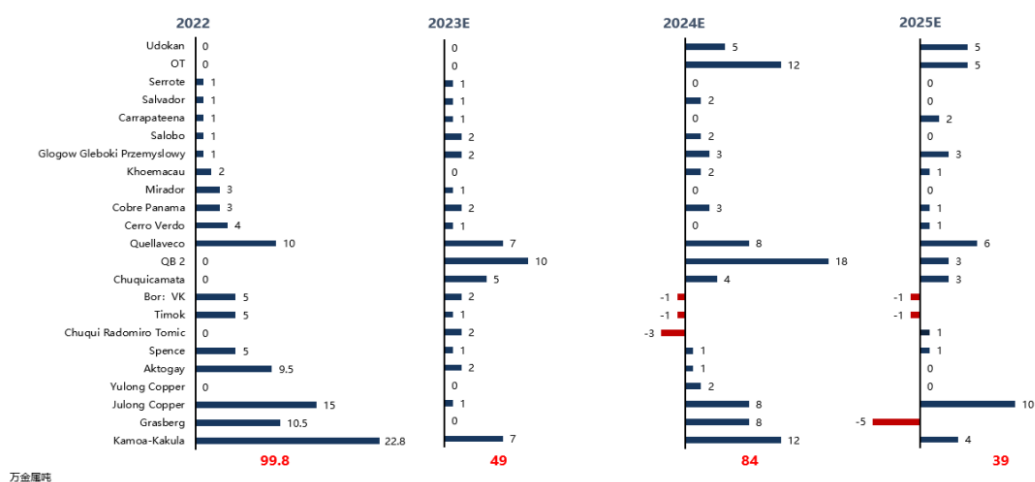
年平均 C1 成本达 4592 美元/吨, 较 2020 年上升 42%), 冶炼端将受原料紧缺制约, 同时废铜增量有限, 对铜供给补充不足, 多因素作用下铜供给预期偏紧。需求端, 我们认为前期回落的铜价或已消化相对悲观的需求预期, 下游消费在铜价回调的带动下有望增长; 中长期维度, 传统需求在电网投资托底等作用下韧性仍存, 叠加新兴需求高速增长, 铜需求有望持续提升。

4.1.1. 供给：矿端干扰增加制约产出，冶炼及废铜增长受限

➤ 矿端：短期扰动事件频发制约产出，中期资本开支限制供给

矿端干扰事件频发导致铜精矿产量增量受限。24 年全球铜矿增量预计主要来自 Udokan、OT 矿、泰克资源 QB 矿 2 期等项目, 据 SMM, 矿企计划内的产量增量约 84 万吨。由于抗议和政治纷争问题, 第一量子旗下的 Cobre Panama 铜矿自 23 年 11 月开始停产, 英美资源也由于运营挫折将 24 年产量削减约 20 万吨, 矿端干扰对全球铜矿增量造成影响。

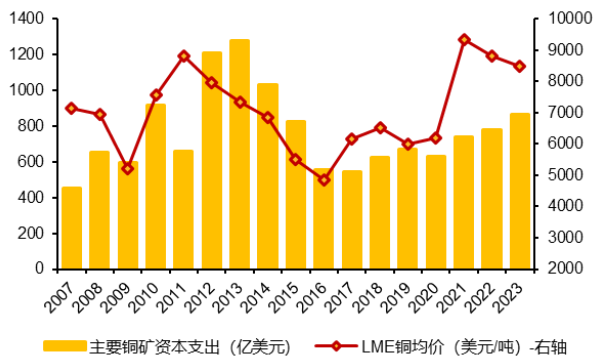
图 27：铜矿端干扰事件频发将会导致实际产量增量不及年初预期



资料来源：SMM，天风证券研究所

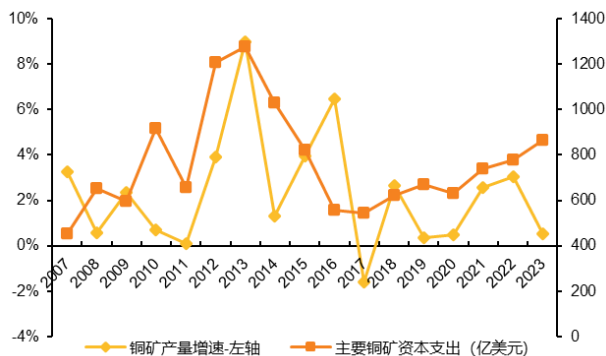
高铜价对资本开支刺激作用减弱，低资本开支限制中期铜矿供给。铜矿资本开支与铜价相关性强, 2013 年后铜价降低后资本开支低迷, 使得后续铜矿产量增速下滑。2021 年虽然铜价上涨, 但铜矿资本开支水平较上轮高点仍有明显差异, 我们认为主要是由于全球铜矿成本抬升, 同样的价格对资本开支的刺激力度减弱, 中长期看限制了铜矿未来供给。

图 28：铜价通常领先于铜企资本开支



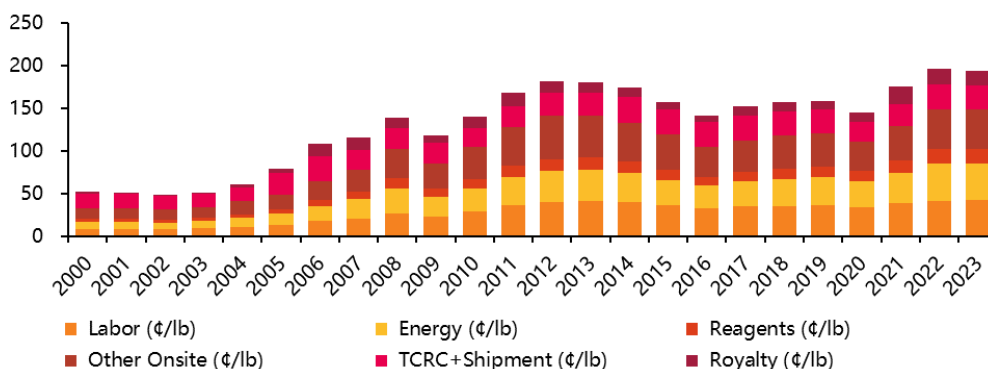
资料来源：彭博，Wind，天风证券研究所

图 29：铜矿产量跟随铜企资本支出



资料来源：彭博，Wind，天风证券研究所

图 30：近几年全球铜矿成本攀升趋势较为明显（美分/磅）



资料来源：标普，天风证券研究所

➤ 精炼铜：加工费快速下滑，制约精铜产出

矿端紧张通过大幅下行的加工费传导至冶炼端。2024-2025 年国内有大量冶炼产能待投，偏紧的矿端预期叠加冶炼产能的宽松带来 TC/RC 大幅下行。24 年 3 月 13 日中国有色金属工业协会召开的铜冶炼企业座谈会中，与会企业就调整冶炼生产节奏达成一致，将压减生产负荷、新建产能推迟投运，此外国家也将提高新建铜冶炼项目准入门槛。冶炼端的收紧预计将对精炼铜产量形成制约。

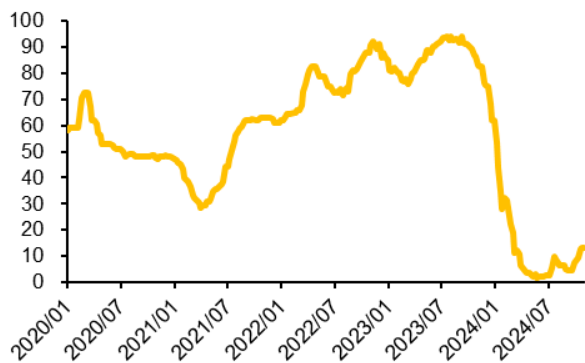
表 15：2024-2025 年国内仍有大量待投电解铜产能（万吨）

公司名称	新增精炼产能	新增后精炼总产能	投产时间
A	10	35	2025
B	20	20	2024
C	40	70	2024
D	5	10	2024
E	7	10	2024
F	5	15	2024
G	15	15	2025
H	12.5	12.5	2025
I	30	55	2025
J	40	100	2025
K	30	30	2026
L	50	50	2026
M	30	70	待定
N	20	35	待定
O	60	60	待定
合计		577.5	

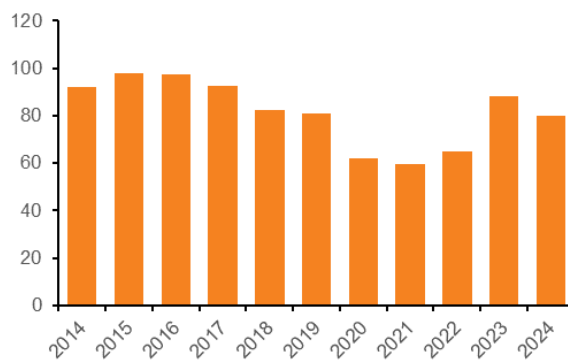
资料来源：SMM，天风证券研究所

图 31：国内铜冶炼厂现货 TC 大幅下行（美元/千吨）

图 32：24 年铜冶炼厂 TC 长单敲定在 80 美元/吨（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所



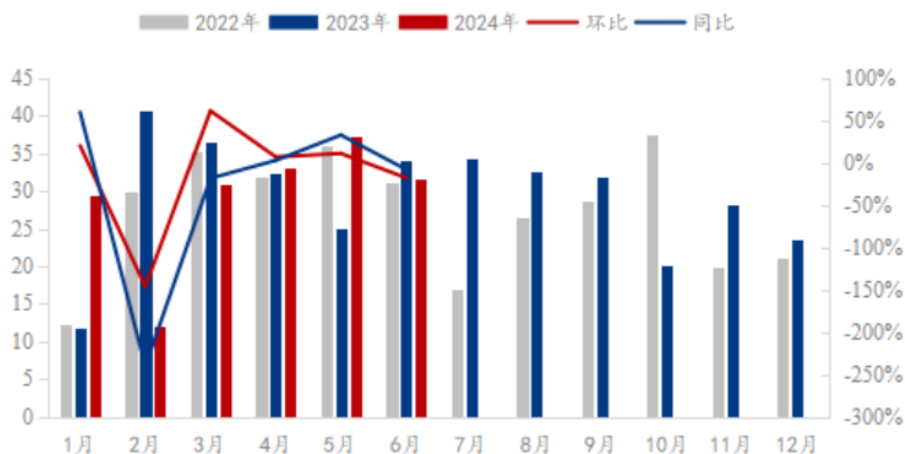
资料来源：SMM，天风证券研究所

➤ **废铜：预计下半年供应增速放缓**

矿端增量相对有限，再生原料形成补充。据 ICSG，2023 年全球电解铜产量 2712 万吨，同比+5.7%，增量 147 万吨。其中再生精炼铜产量 454 万吨，占比 17%，增量 42 万吨。由于矿端增量相对有限，再生铜对铜供应起到一定补充。

2024 年上半年国内再生铜供应量小幅下降，二季度伴随铜价拉涨大幅放量。据 Mysteel 样本调研显示，2024Q1 国内再生铜供应量为 72.2 万吨，同比-18.9%；Q2 为 102.1 万吨，同比+11.65%。Q1 铜价先震荡后上涨，一季度初市场参与者看涨预期逐渐增强，下游订单表现欠佳，导致市场再生铜供应量没有明显的放量，加之受去年高基数的影响使得今年 Q1 再生铜供应量出现明显下降。而 Q2 供应放量后收紧，主要是因为铜价的拉涨使得持货商现货库存盈利扩大，频繁出售前期低价货源获利离场，市场甚至出现超卖情况，再生铜供应逐渐宽松，而后铜价高位回落，下游消费难达预期，厂内新料及报废拆解旧料有所减少，导致市场供应逐渐回归到紧缺状态。

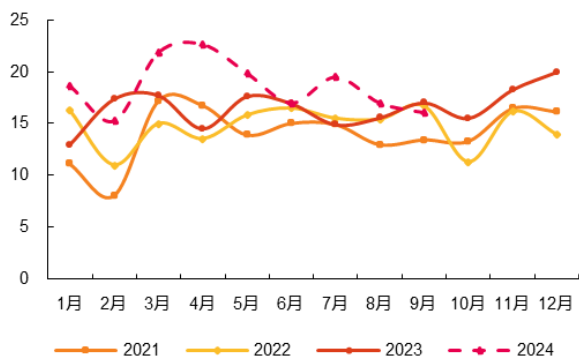
图 33：2024Q2 国内再生铜供应量明显增加



资料来源：钢联，天风证券研究所

供需两旺，2024 年上半年再生铜进口量超预期增长，但进口盈亏持续倒挂，往后看或挫伤进口贸易商的贸易积极性。从进口端来看，2024 年上半年再生铜累计进口量为 115.09 万吨，同比+18.4%，除 2 月、6 月外均出现比较明显的增幅，4 月份再生铜进口量达到近 5 年单月新高。**为何上半年再生铜进口超预期增长？我们认为主要由于两个原因：**其一，由于铜精矿原料供应紧张问题发酵，国内不少大型国企瞄准海外再生铜货源，在亏损背景下，其再生铜进口积极性不减。其二，国内外市场对再生铜的需求均呈上升趋势，特别是在国内，再生铜市场供需缺口持续扩大，旺盛的需求推动再生铜进口量增加。另一方面，上半年再生铜进口量虽大幅增加，但进口盈亏长时间处于倒挂状态，最高倒挂近 5000 元/吨，使得国内的进口再生铜现货流通性较差，整体倒挂持续时间相较于往年更长，严重压缩进口贸易企业的利润空间。

图 34：2024Q3 再生铜进口增幅放缓（万吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 35：2024H1 再生铜进口盈亏持续倒挂（元/吨）



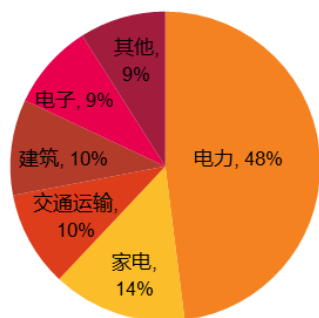
资料来源：钢联，天风证券研究所

预计 2024 下半年再生铜供应增速将放缓。2024 年上半年，铜精矿供应格局偏紧，再生铜进口量大幅增加对矿端原料形成有效补充。展望后市，随着“以旧换新”政策的逐步实施，我们预计下半年国内再生铜的供应量将会有所增加，而再生铜进口成本倒挂的情况仍未改善，预计下半年再生铜的进口增速将会放缓（自 8 月以来已开始兑现）。

4.1.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长

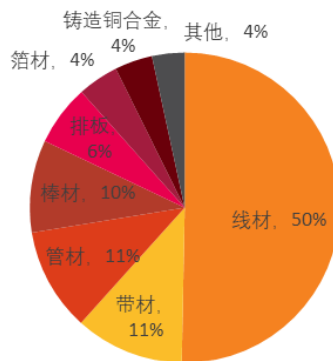
电力为国内铜主要应用领域。从终端消费领域来看，电力为主要消费领域，2022 年需求占比达到 48%，家电占比 14%，交通运输/建筑/电子分别占比 9%-10%。按品种分类，铜加工材以线材为主，2023 年产量占比 50%左右；带材/管材/棒材分别占 10%-11%；排板/箔材/铸造合金分别占 4%-6%。

图 36：2022 年铜加工市场下游需求结构中电力占主要部分



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 37：2023 年铜加工材分品种产量中线材占半数



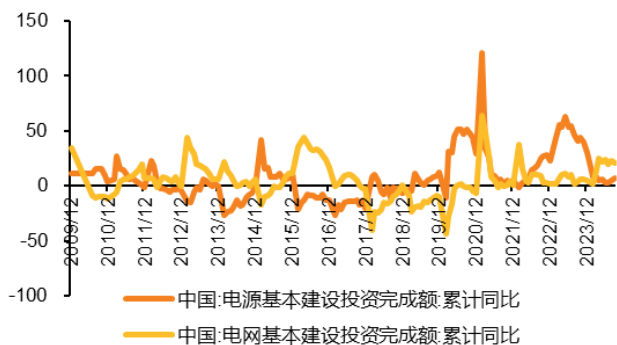
资料来源：中国有色金属加工工业协会，天风证券研究所

➢ 传统需求：电网投资托底用铜需求，建筑地产领域仍有支撑

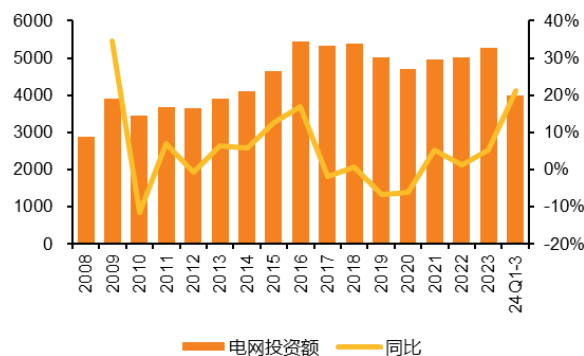
电力是国内铜下游第一大应用领域，电网投资对铜需求形成托底。电力行业消费铜主要包括发电端、输变电和配电等领域，以电线电缆用铜最多。2023 年国家电网基本建设投资完成额 5275 亿元，同比+5.3%，2024 年前三季度完成额达 3982 亿元，同比+21.1%，实现大幅增长。十四五期间电网投资将维持高位，对铜需求形成托底作用。

图 38：2023 年国内电源及电网投资维持高增长（%）

图 39：国内电网基本建设投资完成额连续增长（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

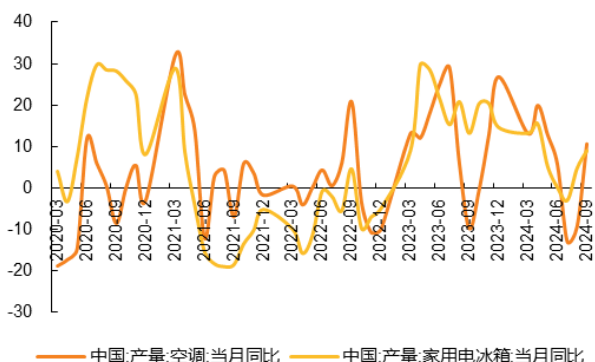


资料来源：Wind，天风证券研究所

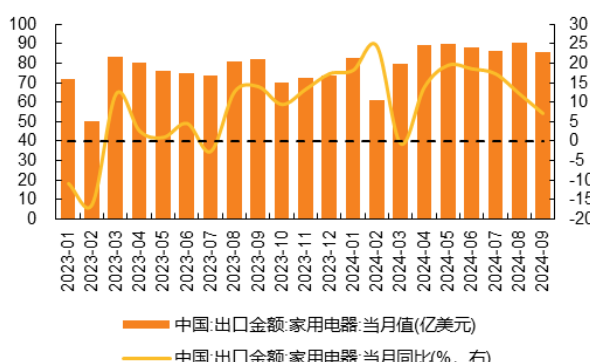
新一轮“以旧换新”+出口景气共振，2024年家电需求有望持续复苏，提振铜需求。 2024年以来，家电行业**以旧换新政策频出**：2月23日，中央财经委强调家电等传统消费品以旧换新；3月13日，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》；4月12日，商务部等14部门又联合发布了《推动消费品以旧换新行动方案》，目标到2027年，全国废旧家电回收量将比2023年增长30%。**出口方面**，2024年以来中国家电出口金额持续增长，5月出口金额达90.1亿美元，创单月新高，我们认为海外补库存以及需求修复或将带动出口进一步增长。家电板块中空调铜消耗量占约80%，为主要耗铜领域。2024年前三季度，中国空调产量2.10亿台，同比+8.0%；中国电冰箱产量7742万台，同比+7.5%，均保持较高增速。**我们认为以旧换新政策与出口表现优异共振，家电行业有望持续复苏，拉动铜需求增长。**

图 40：2024 年中国空调产量保持快速增长 (%)

图 41：2024 年以来中国家电出口持续增长



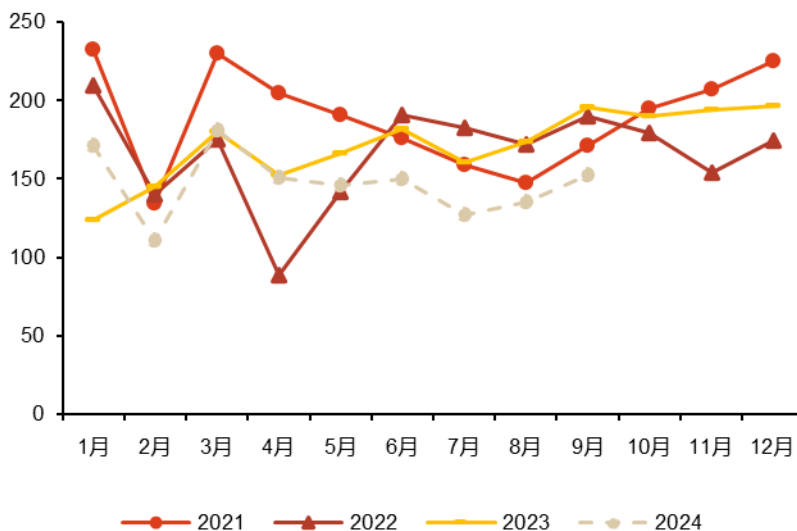
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

交运领域铜耗增速下降，传统汽车增长空间有限。 交通运输为铜第三大下游应用领域，汽车零件为领域内用铜主力。2023年下半年，在国家促消费政策及车企优惠促销等因素驱动下，购车需求逐步释放，我国汽车产销保持恢复态势，环比持续增长。2023全年，国内传统汽车销量2060万辆，同比+3.1%。2024年前三季度，国内传统汽车销量1479万辆，同比-10.4%。十三五以来交通运输行业领域整体年均铜消费增速约为1.9%，较十二五期间下降约3.5pct，年均增速变化呈稳中有降趋势。同时由于新能源车对传统汽车的替代，预计未来传统车产量增长空间有限。

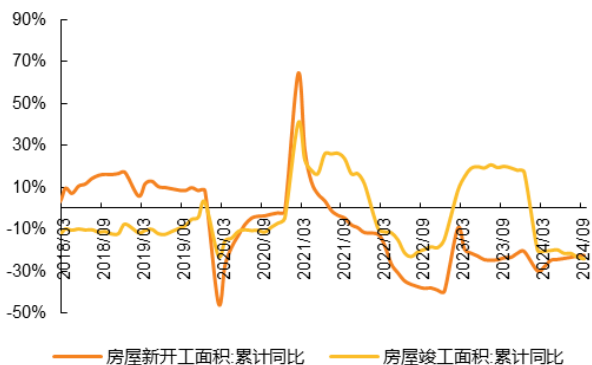
图 42：2024Q1-3 国内传统汽车销量有所下降 (万辆)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

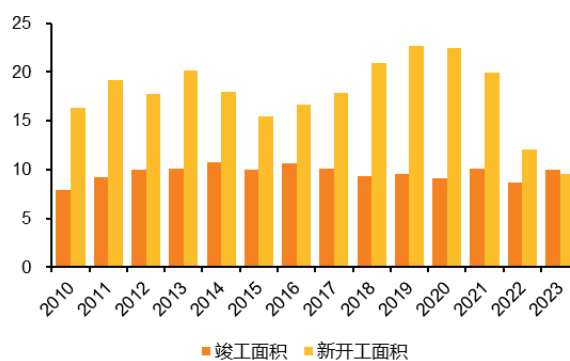
地产疲弱拖累建筑用铜，利好政策下短期韧性仍存。建筑领域中铜消费以电线电缆为主体，占建筑用铜的 70%以上。近年国内房屋新开工面积下滑，对建筑用铜造成一定拖累。2022 年 7 月政治局会议将“保交楼”写入政治局会议文件，随后央行、住建部等部门出台多项措施，“保交楼”成为房地产行业出清过程中首要目标之一。2023 年，国内竣工面积 9.98 亿平，同比+15.8%止跌回升。2024 年前三季度，国内房屋新开工/竣工面积同比均有所下滑。中长期看，铜消费面临新旧动能转换，预计建筑用铜量仍将下行，短期看，在“保交楼”等稳楼市政策的推动下，预计建筑用铜将存在一定支撑。

图 43：2024 年以来国内房屋新开工/竣工面积有所下滑



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 44：近年来国内房屋新开工面积下滑明显（亿平）



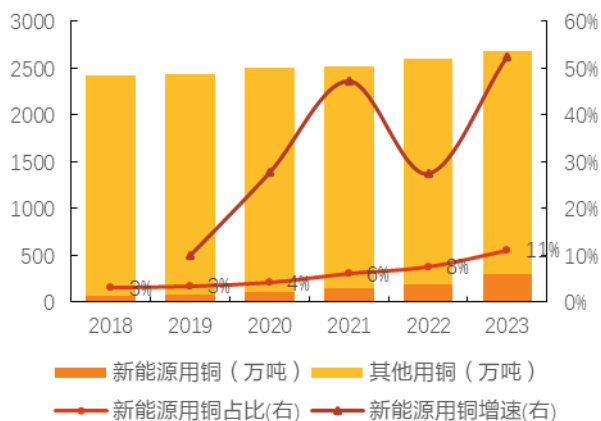
资料来源: Wind, 天风证券研究所

➤ **新兴需求：占比持续提升，平滑传统需求周期性波动**

新能源用铜量保持高增速，成为全球铜消费增长主力。新能源消费主要集中于新能源车、风电和光伏，据我们测算，2023 年全球新能源用铜量达 298 万吨，2018-2023 年 5 年 CAGR 为 25%，新能源用铜占比从 3%提升至 11%。中长期来看，在“双碳”背景下的新能源行业转型趋势中，新能源领域铜需求量有望持续增长，成为铜消费的重要支撑，根据紫金矿业与 CRU 预测数据，至 2030 年全球总铜需求量将达到约 3000 万吨，新能源用铜将占全球总用铜量的 25%。

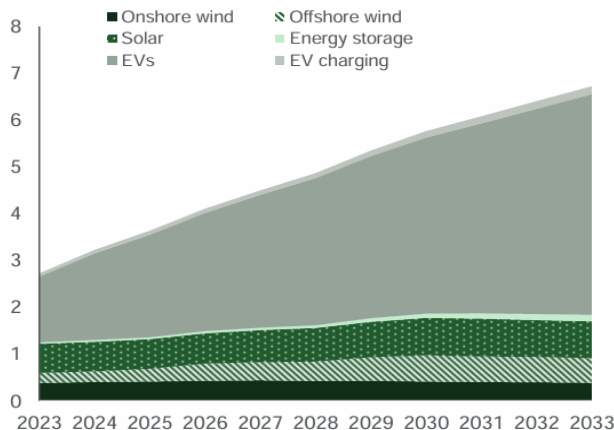
其他潜力场景：AI 算力有望成为铜需求新动能。24 年 3 月，英伟达在 GTC 大会上发布了 GB200 芯片架构，以及以 GB200 为核心的 NVL72 全新网络架构，架构使用约 5000 根铜缆（共计 2 英里）进行交换机和 GPU 之间的连接。高速铜缆正逐渐为高速传输场景提供更多更优的解决方案，AI 算力时代下数据中心用铜量有望显著增长。此外，随着科技的不断进步和新材料技术的开发，铜的应用场景有望进一步扩展，拉动铜消费量上行。

图 45：全球新能源用铜保持高增速，占比明显提升



资料来源：Wind，矿业界公众号等，天风证券研究所

图 46：全球新能源用铜量预计持续增长（百万吨）

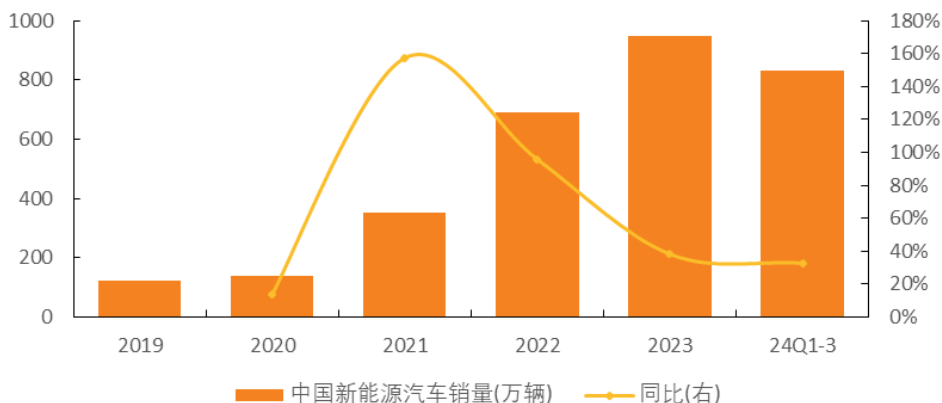


资料来源：Wood Mackenzie，天风证券研究所

国内方面，据我们测算，2024 年国内新能源用铜量有望达 200 万吨，占国内铜总需求量的 13.4%。

新能源车单车用铜量较高，产销高景气有效补充铜需求。新能源车用铜量高于传统汽车，电机内部大量使用电阻及铜圈，连接器、锂电铜箔和线束成为用铜增量来源，充电桩也成为助推铜需求增长的重要领域。据国际铜业协会和 IDTechEx，纯电动乘用车平均单车用铜量约为 83 千克，达传统燃油车的 3-4 倍。2023 年，在年初新能源补贴退坡以及燃油车降价抢占市场份额的背景下，国内新能源汽车销量 944.8 万辆，同比+37.5%；2024 年前三季度，国内新能源汽车销量达 832 万辆，同比+32.5%，行业维持了较高的景气度。据有色金属工业网预测，假设 2024 年国内新能源汽车销量为 1100 万辆，则新能源汽车用铜量将达到 91 万吨，占铜需求比重约 6.1%。

图 47：2024 年国内新能源车销量维持高增速

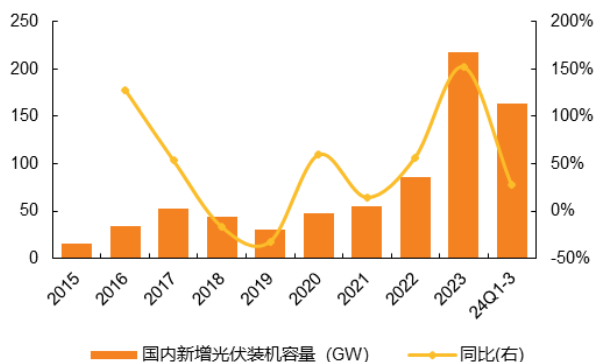


资料来源：Wind，天风证券研究所

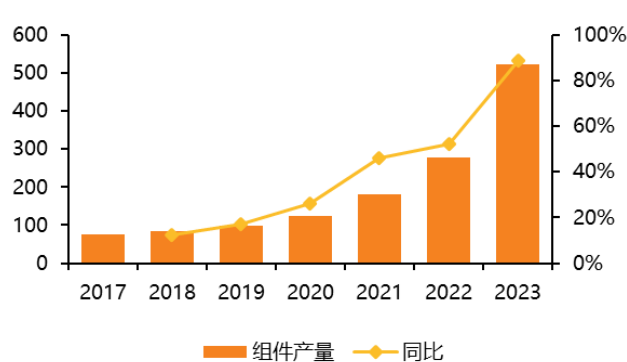
2023 年在光伏电站投资经济性及环境效益提升的驱动下，全年国内光伏新增装机 216GW，同比+151%；光伏组件产量 523GW，同比+89%。2024 年前三季度，国内光伏新增装机容量 163.4GW，同比+27%，在高基数的基础上仍保持较快增速。光伏装机高速增长将使铜需求快速增长，据有色金属工业网预测，2024 年国内光伏新增装机容量为 210GW，用铜量或将达 84 万吨，约占国内铜总需求量的 5.6%。

图 48：2023 年国内光伏新增装机容量增长达 151%

图 49：2023 年国内组件产量增长 89% (GW)



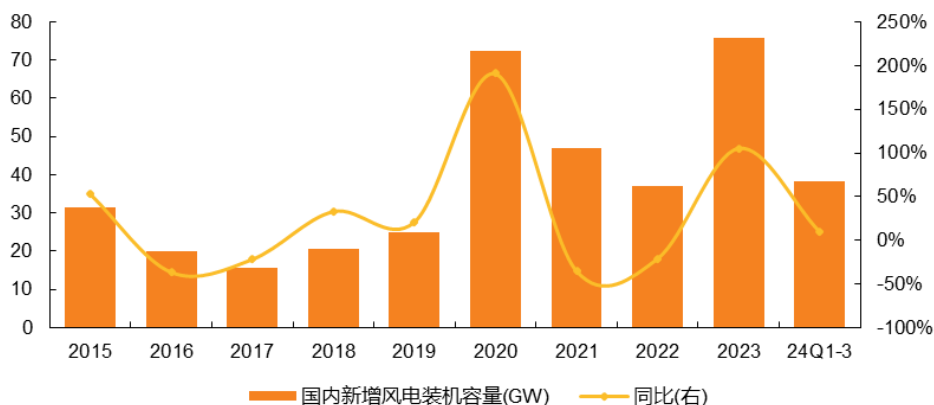
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 钢联, 天风证券研究所

2023 年, 风电增长筑底反弹, 新增装机容量 75.7GW, 同比+101%。2024 年前三季度, 国内风电新增装机容量 38.2GW, 同比+10%。十四五为风电发展的关键时期, 随着大基地项目加快建设, 风电新增装机有望保持快速增长。按 2024 年国内新增风电装机容量 75GW, 陆上风电和海上风电新增装机分别为 65GW 和 10GW 测算, 预计风电新增装机用铜量将达到 25 万吨左右, 占国内铜需求比重约 1.7%。

图 50: 国内风电新增装机容量筑底反弹 (GW)



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

4.1.3. 供需平衡: 供紧需增, 预计铜价中枢将稳步上行

基本面看, 供应端短期矿端干扰事件频发导致产出不及预期, 中长期低资本开支限制矿端供给, 虽然冶炼端新投产能较多, 但考虑到急速下滑的加工费以及原料端原生矿以及废铜增量有限, 预计电解铜产出受限。而需求端全球传统需求预计有修复预期, 此外新能源需求有望在未来几年持续提供增量。供紧需增背景叠加当前全球铜库存水平位于历史低位, 我们预计中长期铜价中枢将稳步上行。

表 16: 中长期铜供需缺口将逐渐放大 (万吨)

	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2026f	2027f	2028f
	Year	Year	Year	Year	Year	Year	Year	Year
Mined output	2,127	2,202	2,240	2,312	2,458	2,519	2,575	2,650
Change YOY (%)	2.6	3.6	1.7	3.2	6.3	2.5	2.2	2.9
Smelter output	1,907	1,909	1,988	2,089	2,237	2,332	2,394	2,435
Change YOY (%)	2.5	0.1	4.1	5.1	7.1	4.2	2.7	1.7
Refined output	2,463	2,497	2,600	2,692	2,834	2,917	2,964	3,012
Change YOY (%)	3.1	1.3	4.2	3.5	5.3	2.9	1.6	1.6
Refined use	2,482	2,530	2,603	2,674	2,773	2,867	2,962	3,053
Change YOY (%)	5.8	1.9	2.9	2.7	3.7	3.4	3.3	3.1

Refined balance	-19	-33	-2	18	61	50	2	-40
-----------------	-----	-----	----	----	----	----	---	-----

资料来源：标普，天风证券研究所

4.2. 黄金：新旧范式共振，再通胀预期下金价易涨难跌

本轮金价上涨不仅仅是降息预期博弈的结果，新旧范式共同支撑金价走牛。一方面，传统利率定价框架自 22 年之后与黄金走势出现一定偏差，但大部分时候对金价走势仍有较强的解释力度。另一方面，本轮黄金上涨存在新的定价因子，新冠疫情之后，全球央行为应对其冲击普遍实施新一轮宽松的货币政策和扩张性财政政策，流动性扩张下单位美元购买力下降，同时全球风险性事件频发，在经济制裁、地缘政治事件、货币管制等因素下全球资产流动性受限，多国央行持续购金，去美元化成为本轮黄金上涨的底层逻辑。

展望后市，伴随特朗普胜选，短期内美元走强和避险情绪回落或对金价形成一定压制，而中长期来看（至少在未来 4 年），考虑到特朗普对内减税、对外加税、财政赤字双宽的政策主张，美国未来赤字和通胀预期大概率上升（美联储 11 月议息会议表述已删除了对通胀目标更有信心的说法），新旧范式共振，或将利好金价中枢进一步抬升。

4.2.1. 传统利率框架依然有效

随着布雷顿森林体系的解体，美元脱离与金本位制的挂钩，以美元计价的黄金价格首次被允许自由波动。进入信用货币时代，黄金作为储备货币作用的职能依然有效。全球货币信用体系出现波动时，黄金对法定货币替代效应会有所抬升。当前具有全球储备货币地位的主权货币是美元，因此就会体现出对美元的替代。这个替代取决于两方面，一是中短期美元主权信用，二是长期以美元为代表的国际货币结算体系稳定性。黄金本质是零信用风险的实物类货币资产，因此黄金主要有两重属性，一是抗通胀属性，二是避险属性。

➢ 抗通胀属性决定黄金定价底层逻辑

黄金抗通胀属性决定其定价底层逻辑是实际利率框架。实际利率=名义利率-通胀预期，实际利率可被视为持有黄金的机会成本，实际利率越高，持有黄金的机会成本越高，因此实际利率与黄金价格在历史上呈现出较为显性的负相关关系。十年期美债收益率被金融市场视为无风险利率的锚，因此剔除通胀的美国十年期 TIPS 利率可被视为实际利率的代理指标。

然而实际利率框架自 2022 年后出现一定偏差。22 年下半年之后，金价与实际利率发生了大幅背离，2022 年 8 月 1 日至 2024 年 5 月 1 日，十年期美债的实际收益率从 0.1% 上升至 2.3%，而同期伦敦金现从 1772.2 美元/盎司上涨至 2319.4 美元/盎司，今年的 3 月-5 月初背离尤为明显，两者反而呈现出一定的正相关性。

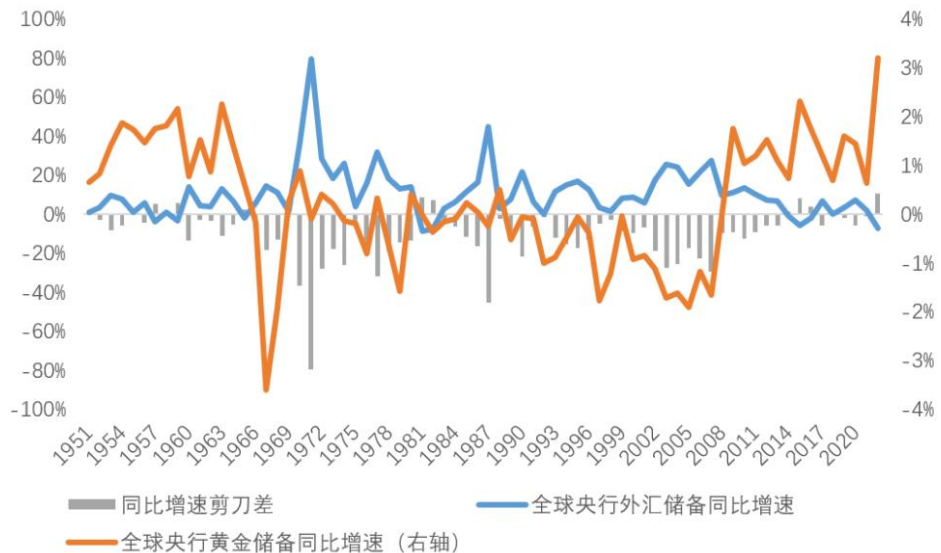
图 51：金价与 TIPS 利率大多数区间呈负相关关系，2022 年后发生背离



资料来源：Wind，天风证券研究所

22年后利率框架的阶段失效或因央行购金行为增强。俄乌冲突爆发后，美国与西方世界冻结俄罗斯央行美元外汇储备，导致非美经济体国家对美元安全性产生质疑。地缘政治环境变化背景下，多国开始加大力度增加黄金、特别提款权等储备资产，推动外汇储备资产多元化，最终表现为2022年以来全球央行购金量显著增加。外汇储备下降在美联储加息周期内并不少见，但2022年下降的速率是创记录的，全球央行外汇储备较2021年底同比下降了7%，创下1982年以来的新低；而黄金储备全年则同比增加了11%，创有数据统计以来的新高。

图 52：全球央行黄金储备和美元储备剪刀差在 22 年大幅走扩



资料来源：Wind，天风证券研究所

当然，国际货币体系转变漫长而非线性，黄金定价机制底层框架依然是实际利率。“去美元化”的趋势正在发生，但依据历史经验，国际货币信用体系的变化从量变到质变，过程漫长并且非线性。如1872年美国的GDP就已经首次超过英国，而到1950年之后英镑在国际结算和央行外储中的地位开始让位于美元。当前美元在全球市场仍具有主导作用，无论是在全球贸易结算，各国央行外汇储备、全球债务计价以及全球资金流动中占比均居首位。中短期来看，若没有更大规模外生风险性事件冲击，黄金仍主要和美元信用体系相关，实际利率框架对金价走势仍有较强的解释力度（24年5月之后金价与实际利率负相关性再次明显）。随着美联储将进入新的降息周期，流动性进一步宽松，将对金价带来一定支撑。

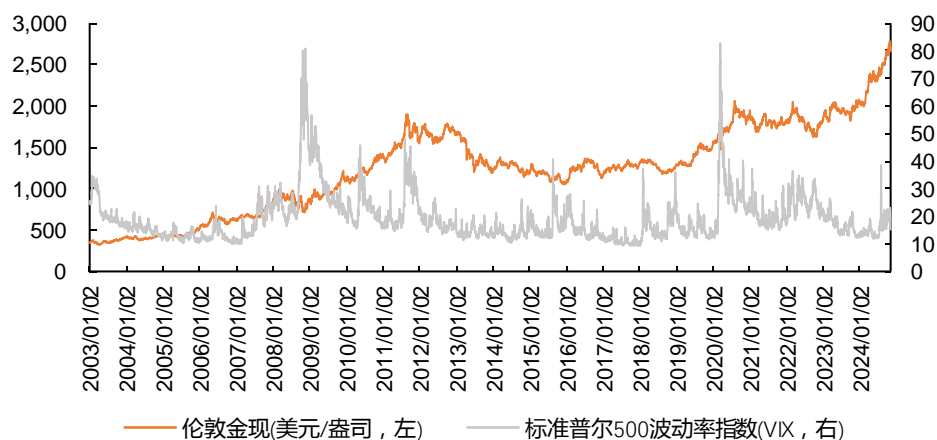
➤ 避险属性对短期金价催化明显

避险需求是指在面临不确定性或危机时，投资者倾向于转移资金到相对安全和稳定的资产，以保护自己的财富和收益。避险需求出现时，投资者可能会减少对股票、商品、货币等风险资产的需求，增加对美国国债、黄金、美元等避险资产的需求，以规避风险，达到保值增值的目的。

避险属性对短期金价催化明显，更长期的效果取决于风险事件的影响。第一，风险事件有大小之分。同样是地缘政治纷争，俄乌冲突会严重冲击全球经济和资本市场，而卡塔尔外交问题等，国际社会关注度较低。第二，风险事件的影响分短期和长期。通常来说，风险事件爆发后，黄金价格更多是“脉冲式”上涨，不久后便会回落。市场的避险情绪是短暂的，当突发消息被充分消化后，情绪自然也就恢复平静。黄金价格能否有更长久的表现，关键还是要看风险事件是否会持续加剧并产生持续影响。即使是俄乌冲突这样的大事件，黄金价格的上涨期也较为短暂。2022年2月24日俄乌冲突爆发，3月9日黄金价格便开始回落，3月15日时已回吐了冲突爆发后的大部分涨幅。在此之后，对于黄金价格走势而言，俄乌冲突事件本身，如军事进展、双方沟通等，重要性逐渐淡化；市场更关心的是俄

乌冲突对全球经济的外溢影响，例如欧洲因能源短缺而遭遇高通胀，不得不收紧货币政策等。

图 53：风险指数对短期金价具有一定程度催化



资料来源：Wind，天风证券研究所

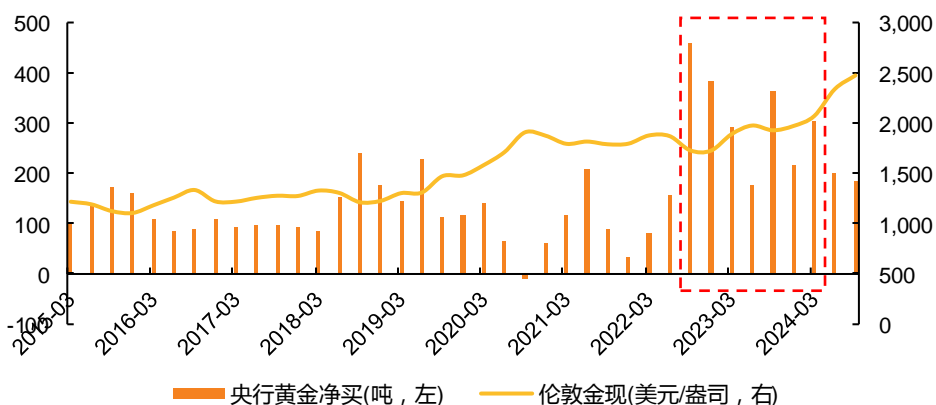
4.2.2. 新范式决定更高的金价中枢

➢ 央行购金成为黄金“信仰”

全球央行购金需求成为近年来推升金价的重要因素，也一定程度解释了利率框架的阶段性失效。央行购金可视作全球资管机构资产配置策略的映射，而购金量增加一般对应着金价上行周期。根据世界黄金协会数据，2022 年央行购金 1082 吨，达历史最高水平，贡献了主要需求增量。2023 年，全球央行增持黄金 1037 吨，为历史第二高水平（仅次于 2022），同时根据《央行黄金储备调查》结果显示，81% 的受访央行计划在未来 12 个月内增持黄金，为 2018 年开始该调查以来的最高水平。今年前三季度全球央行购金总量达 694 吨，与 2022 年同期持平，尽管 Q3 央行购金放缓，但需求依然强劲，达 186 吨。

展望未来，我们认为全球央行购金是应对通胀和地缘政治风险的战略选择，央行购金将持续为黄金提供边际需求，中长期支撑金价中枢抬升。

图 54：央行购金的增加为黄金提供新的边际需求



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

➤ 美国财政赤字扩张将为金价提供持续向上动能

历史上黄金价格与美国财政赤字率具有较好的同步性。究其原因，美国财政赤字率提高对金价上涨有多个传导路径，一是财政赤字率的扩大通过积极的财政政策刺激经济增长，随之可能带来的通货膨胀率上升；二是财政赤字率的增加，往往伴随美元增发，国家信用受损，导致美元贬值。2000年-2010年，美国赤字率呈上行趋势，到2009年和2010年，赤字率已高达9.8%和8.7%。同期金价显著上涨，于2011年到达高位，区间涨幅超过5倍。随后美国赤字率开启下行趋势，于2015年达到低位2.4%，金价也于2015年底阶段性触底，跌幅超过40%。2016年至2019年，赤字率缓慢上升，金价也相应走高。而在2020年至2023年期间，受疫情影响，美国的赤字率大幅上升，叠加央行购金等其他因素催化，2020年初至今黄金价格涨幅达76%。

图 55：金价与美国财政赤字率存在较强的正相关性



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

特朗普胜选后美国未来财政赤字率大概率进一步上升，或将进一步抬升金价中枢。疫情以来，美国为应对新冠疫情的冲击，转向财政与货币“双宽”。根据 CBO 6 月预测数据，未来 10 年 (2025-2034) 美国财政赤字平均为 6.3%，将显著高于疫情前二十年 (2000-2019) 的 3.6%；同时美国政府净债务占比将从 2023 年的 97% 上升至 2034 年的 122%。伴随特朗普优势胜选并有望赢得参众两院并实现“三权合一”，美国未来赤字率和通胀预期或将进一步上升（美联储 11 月议息会议表述已删除了对通胀目标更有信心的说法），支撑金价中枢上移。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测明细

根据公司增量项目进展，西藏巨龙铜矿、刚果卡莫阿铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜矿、波格拉金矿、海域金矿等多个项目积极推进中，结合公司未来五年产量指引、历史经营情况等，我们做出如下假设：

-铜板块：1) 量：假设 24-26 年矿产铜销量分别为 84/94/105 万吨，冶炼铜销量分别为 75/80/85 万吨；2) 价：预计铜价中枢稳步抬升，假设 24-26 年 LME 铜价分别为 9400/9800/10000 美元/吨；3) 利：假设 24-26 年矿产铜单吨生产成本为 2.3 万元，对应毛利率分别为 60.8%/61.9%/62.7%，冶炼铜毛利率稳定在 2.5%。

-金板块：1) 量：假设 24-26 年矿产金销量分别为 72/85/92 吨，冶炼加工金销量稳定在 255 吨；2) 价：预计金价中枢稳步抬升，假设 24-26 年伦敦金现分别为 2350/2400/2450 美元/盎司；3) 利：假设 24-26 年矿产金单克生产成本为 230 元，对应毛利率分别为 55.1%/55.4%/56.3%，冶炼加工金毛利率稳定在 0.45%。

-锌板块：1) 量：假设 24-26 年矿产锌销量分别为 40/45/47 万吨，冶炼锌销量稳定在 35 万吨；2) 价：预计锌价中枢小幅抬升，假设 24-26 年 LME 铜价分别为 2780/2850/3000 美元/吨；3) 利：假设 24-26 年矿产锌单吨生产成本为 0.9 万元，对应毛利率分别为 34.9%/35.6%/38.8%，冶炼锌毛利率稳定在 7%。

-矿产银：1) 量：假设 24-26 年矿产银销量分别为 420/500/550 吨；2) 价：预计银价稳步上升，假设 24-26 年伦敦银现分别为 28/28.5/29 美元/盎司；3) 利：假设 24-26 年矿产银单克生产成本为 1.8 元，对应毛利率分别为 60.5%/60.6%/61.3%。

-铁精矿：1) 量：假设 24-26 年铁精矿销量分别为 80/150/150 万吨；2) 价：假设 24-26 年公司铁精矿售价稳定在 700 元/吨；3) 利：假设 24-26 年铁精矿单吨生产成本为 240 元，对应毛利率为 65.7%。

-碳酸锂：1) 量：假设 24-26 年碳酸锂销量分别为 2.5/10/16 万吨 LCE；2) 价：供需失衡下锂价承压，假设 24-26 年电碳价格分别为 9.5/9.3/9.3 万元/吨（含税）；3) 利：假设碳酸锂爬坡过程中毛利率有所提升，24-26 年碳酸锂毛利率分别为 20%/30%/30%。

-贸易及其他：其他业务主要包括冶炼银、铜管、铜板带、铅精矿、钼精矿、黄金制品等，另其他产品、中间业务、服务业务等，假设 24-26 年贸易及其他业务营收增速分别为 8%/7%/7%，毛利率稳定在 6%。

（注：1.销量假设不含非控股企业；2.由于产品类型、定价模式等因素，公司产品售价与以上大宗商品价格假设之间存在折价系数。）

基于以上假设，内部抵消后，我们预计 24-26 年公司营收分别达 3393.7/3661.6/3907.1 亿元，同比 +15.7%/7.9%/6.7%，毛利分别为 633.1/728.2/803.6 亿元，同比 +36.5%/15.0%/10.3%，毛利率分比为 18.7%/19.9%/20.6%。

表 17：公司主营业务预测

业务	科目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
矿产金	营收（亿元）	224.2	270.9	368.7	438.2	484.2
	成本（亿元）	116.6	148.8	165.6	195.5	211.6
	毛利（亿元）	107.5	122.1	203.1	242.7	272.6
	毛利率（%）	48.0%	45.1%	55.1%	55.4%	56.3%
矿产铜	营收（亿元）	362.5	414.7	493.3	567.5	646.8
	成本（亿元）	146.7	188.7	193.2	216.2	241.5
	毛利（亿元）	215.8	226.1	300.1	351.3	405.3
	毛利率（%）	59.5%	54.5%	60.8%	61.9%	62.7%

矿产锌	营收 (亿元)	62.7	49.2	55.3	62.8	69.1
	成本 (亿元)	32.2	38.4	36.0	40.5	42.3
	毛利 (亿元)	30.5	10.7	19.3	22.3	26.8
	毛利率 (%)	48.7%	21.8%	34.9%	35.6%	38.8%
矿产银	营收 (亿元)	12.3	14.4	19.1	22.9	25.6
	成本 (亿元)	6.6	7.1	7.6	9.0	9.9
	毛利 (亿元)	5.7	7.3	11.6	13.9	15.7
	毛利率 (%)	46.5%	50.8%	60.5%	60.6%	61.3%
铁精矿	营收 (亿元)	12.2	12.3	5.6	10.5	10.5
	成本 (亿元)	3.9	4.9	1.92	3.6	3.6
	毛利 (亿元)	8.3	7.4	3.7	6.9	6.9
	毛利率 (%)	67.9%	60.4%	65.7%	65.7%	65.7%
碳酸锂	营收 (亿元)	-	-	21.0	82.3	131.7
	成本 (亿元)	-	-	16.8	57.6	92.2
	毛利 (亿元)	-	-	4.2	24.7	39.5
	毛利率 (%)	-	-	20%	30%	30%
冶炼加工金	营收 (亿元)	1005.8	1112.6	1380.7	1390.2	1419.2
	成本 (亿元)	1000.3	1106.0	1374.5	1384.0	1412.8
	毛利 (亿元)	5.5	6.6	6.2	6.3	6.4
	毛利率 (%)	0.6%	0.6%	0.45%	0.45%	0.45%
冶炼产铜	营收 (亿元)	411.4	437.3	503.1	551.5	598.0
	成本 (亿元)	399.5	423.8	490.5	537.8	583.0
	毛利 (亿元)	11.8	13.5	12.6	13.8	14.9
	毛利率 (%)	2.9%	3.1%	2.50%	2.50%	2.50%
冶炼产锌	营收 (亿元)	71.0	63.9	71.2	71.9	75.7
	成本 (亿元)	67.4	59.4	66.2	66.9	70.4
	毛利 (亿元)	3.5	4.5	5.0	5.0	5.3
	毛利率 (%)	5.0%	7.1%	7%	7%	7%
贸易及其他	营收 (亿元)	1715.2	1838.6	1985.7	2124.7	2273.5
	成本 (亿元)	1644.7	1729.2	1866.6	1997.3	2137.1
	毛利 (亿元)	70.5	109.4	119.1	127.5	136.4
	毛利率 (%)	4.1%	6.0%	6%	6%	6%
合计	营收 (亿元)	2703.3	2934.0	3393.7	3661.6	3907.1
	营收增速 (%)	20.1%	8.5%	15.7%	7.9%	6.7%
	成本 (亿元)	2277.8	2470.2	2760.6	2933.4	3103.5
	毛利 (亿元)	425.4	463.8	633.1	728.2	803.6
	毛利增速 (%)	22.4%	9.0%	36.5%	15.0%	10.3%
	毛利率 (%)	15.7%	15.8%	18.7%	19.9%	20.6%

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

注: “合计” 部分包含内部交易抵消

5.2. 投资建议

我们选取主营业务同为铜矿的洛阳钼业、金诚信、江西铜业、西部矿业及主营为金矿的山东黄金、山金国际作为可比公司, 根据 Wind 一致预期, 可比公司 2025 年平均 PE 为 13.3x。我们预计 24-26 年紫金矿业实现归母净利润 328.8/370.5/413.7 亿元, 对应 2025 年 PE 为 11.3x, 作为有色资源龙头, 公司未来产量规划与成长路径明确, 铜金产量稳步增长, 锂、钼打造新增长极, 参考可比公司估值, 我们给予公司 2025 年 PE 14x, 对应市值 5187.6 亿

元，对应目标股价 19.5 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值比较（数据截至 2024 年 11 月 29 日收盘）

股票代码	公司名称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603993	洛阳钼业	1,572.42	117.15	132.41	148.50	13.42	11.88	10.59
603979	金诚信	243.77	15.78	21.50	24.92	15.45	11.34	9.78
600362	江西铜业	728.90	73.22	76.60	81.01	9.96	9.52	9.00
601168	西部矿业	401.30	36.94	43.28	49.51	10.86	9.27	8.11
600547	山东黄金	1,094.20	35.77	50.12	61.87	30.59	21.83	17.69
000975	山金国际	452.05	23.26	28.51	33.86	19.44	15.85	13.35
	平均值					16.62	13.28	11.42
601899	紫金矿业	4,172.73	328.78	370.54	413.72	12.69	11.26	10.09

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司（洛阳钼业、金诚信、江西铜业、西部矿业、山东黄金、山金国际）的归母净利润预测均来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

- 1) **主要产品价格波动风险：**公司主营的铜、金等产品等是公司主要利润来源，若未来相关矿产品价格波动剧烈，公司经营业绩可能承受较大压力。
- 2) **地缘政治及政策风险：**公司主要运营项目分布于世界各地，全球资源民族主义日渐加深，政府换届、国家政策变化可能会对公司的运营造成一定影响。
- 3) **汇率风险：**公司外汇风险主要来自所持有的非本位币资产及负债，承受外汇风险主要与美元、澳币、欧元等有关。
- 4) **安全环保及自然灾害风险：**公司从事矿产资源开采及加工业务，在生产过程中可能会发生安全、环保相关事故，以及暴雨、干旱、地震等自然灾害，可能对尾矿库、排渣场等造成危害。
- 5) **测算具有主观性：**本文涉及对公司产品的实际产销量等数据的测算，相关假设具有一定主观性，可能与公司实际经营情况存在一定差异，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com