

2024年03月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

铜金产量持续提升，主要矿山将进一步扩产

—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

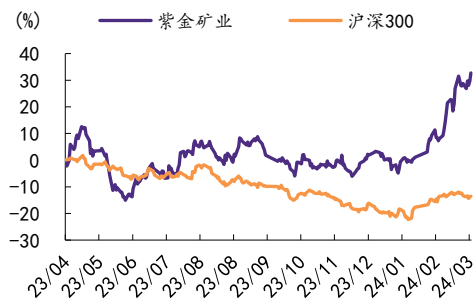
紫金矿业发布 2023 年年度报告：公司 2023 年实现营业收入 2934.03 亿元，同比增加 8.54%；归母净利润 211.19 亿元，同比增加 5.38%；扣除非经常性损益后的归母净利润 216.17 亿元，同比增加 10.68%。

基本数据

2024-03-29

当前股价(元)	16.82
总市值(亿元)	4428
总股本(百万股)	26326
流通股本(百万股)	20556
52周价格范围(元)	10.52-16.82
日均成交额(百万元)	1621.4

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《紫金矿业（601899）：波格拉金矿将重启，公司黄金产量持续增长》2023-12-13
- 《紫金矿业（601899）：多元矿种持续成长，并购扩张资源储量》2023-09-07
- 《紫金矿业（601899）：半年业绩下滑，但多矿种产量持续提升》2023-07-11

投资要点

■ 产品产量明显增长，矿产铜突破百万吨大关

公司矿产资源丰富，目前保有权益资源量铜约 7500 万吨、黄金约 3000 吨、锌（铅）超过 1000 万吨、银约 1.5 万吨，当量碳酸锂超过 1300 万吨。2023 年公司矿产铜实现历史性重大突破，产量突破百万吨大关；矿产金、锌、铅、银、硫酸等产量也有明显增长。

(1) 矿山产铜 100.73 万吨，同比增长 11.13%；冶炼产铜 72.46 万吨，同比增长 4.88%。(2) 矿山产金 67.73 吨，同比增长 20.17%；冶炼加工及贸易金 249.52 吨，同比减少 3.49%。(3) 矿山产锌精矿含锌 42.19 万吨，同比增长 2.24%；冶炼生产锌锭 33.31 万吨，同比增长 4.59%。产铅精矿含铅 4.52 万吨，同比增长 9.32%。(4) 矿山产银 411.99 吨，同比增长 4.09%；冶炼副产银 637.63 吨，同比减少 9.11%。冶炼厂副产硫酸 337.04 万吨，同比增长 11.49%。

■ 项目建设稳步推进，为公司业绩保驾护航

铜：塞尔维亚两大铜矿到 2025 年将全面完成改扩建工程，届时铜矿产能有望达到 30 万吨/年。卡莫阿铜矿三期采选工程预计于 2024 年 Q2 建成投产，届时产能将达到 60 万吨/年以上；年产 50 万吨阳极铜冶炼厂计划于 2024 年 Q4 建成投产。巨龙铜业二期工程计划 2025 年底建成投产，达产后年矿产铜将达 30-35 万吨。

金：罗斯贝尔矿山技改达产后将形成 10 吨/年产金能力。陇南紫金新建的金山金矿 2000 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。山西紫金 6000 吨/日矿山智能化采选改扩建工程项目已经建成投产，达产后将年新增矿产金 3-4 吨。海域金矿 12000 吨/日采选工程计划 2025 年投产，达产后年矿产黄金约 15-20 吨。

锂：拉果错盐湖一期 2 万吨/年氢氧化锂产能，一、二期全部

建成投产达产后形成 4-5 万吨/年氢氧化锂产能。湘源硬岩锂矿一期 30 万吨/年采选系统已建成，二期 500 万吨/年采选系统有序推进，计划 2025 年 Q2 建成投产。3Q 盐湖一期 2 万吨/年碳酸锂项目已基本建成，二期 3 万吨/年电池碳酸锂项目建设有序推进。公司受邀与刚果矿业开发股份有限公司合作勘探开发马诺诺锂矿东北部的绿地项目，计划在可研和融资方案确定后 2 年内完成项目建设。

未来产量将持续提升

2024 年公司计划生产矿产铜 111 万吨、矿产金 73.5 吨、矿产锌（铅）47 万吨、矿产银 420 吨、当量碳酸锂 2.5 万吨、矿产钼 0.9 万吨；2025 年计划生产矿产铜 117 万吨、矿产金 90 吨、矿产锌（铅）48 万吨、矿产银 450 吨、当量碳酸锂 12 万吨、矿产钼 1.6 万吨。

盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 3208.37、3459.88、3680.20 亿元，归母净利润分别为 257.32、321.87、358.14 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17.2、13.8、12.4 倍。

公司的矿产铜产量已经突破百万吨大关，铜、金、碳酸锂等产品产量未来将持续增长，叠加铜、金价格向好，多元化布局成长可期。我们预计公司业绩将保持增长，因此维持“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) 碳酸锂产能建设进度不及预期；5) 海外开矿政治风险；6) 汇率波动导致成本上升风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	293,403	320,837	345,988	368,020
增长率（%）	8.5%	9.4%	7.8%	6.4%
归母净利润（百万元）	21,119	25,732	32,187	35,814
增长率（%）	5.4%	21.8%	25.1%	11.3%
摊薄每股收益（元）	0.80	0.98	1.22	1.36
ROE（%）	15.3%	16.9%	19.0%	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	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	18,449	31,518	56,907	84,409
应收款	11,129	12,169	13,123	13,959
存货	29,290	32,009	33,780	35,693
其他流动资产	18,762	19,953	21,046	22,003
流动资产合计	77,629	95,650	124,856	156,064
非流动资产:				
金融类资产	6,015	6,015	6,015	6,015
固定资产	81,466	97,591	99,707	96,509
在建工程	35,927	14,371	5,748	2,299
无形资产	67,892	64,497	61,103	57,878
长期股权投资	31,632	32,632	32,632	32,632
其他非流动资产	48,460	48,460	48,460	48,460
非流动资产合计	265,377	257,552	247,651	237,779
资产总计	343,006	353,201	372,507	393,843
流动负债:				
短期借款	20,989	21,989	22,989	23,989
应付账款、票据	16,284	17,796	18,781	19,844
其他流动负债	40,745	40,745	40,745	40,745
流动负债合计	84,182	80,531	82,515	84,579
非流动负债:				
长期借款	102,818	102,818	102,818	102,818
其他非流动负债	17,643	17,643	17,643	17,643
非流动负债合计	120,460	120,460	120,460	120,460
负债合计	204,643	200,991	202,976	205,039
所有者权益				
股本	26,327	26,326	26,326	26,326
股东权益	138,363	152,210	169,531	188,804
负债和所有者权益	343,006	353,201	372,507	393,843

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	26540	32336	40448	45005
少数股东权益	5420	6604	8261	9191
折旧摊销	9794	8826	9731	9702
公允价值变动	-19	-19	-19	-19
营运资金变动	-4875	-9604	-2833	-2642
经营活动现金净流量	36860	38144	55588	61238
投资活动现金净流量	-33965	4431	6506	6647
筹资活动现金净流量	10174	-17489	-22127	-24733
现金流量净额	13,069	25,086	39,967	43,153

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	293,403	320,837	345,988	368,020
营业成本	247,024	264,656	279,180	294,945
营业税金及附加	4,850	5,304	5,719	6,084
销售费用	766	838	904	961
管理费用	7,523	8,226	8,871	9,436
财务费用	3,268	5,254	5,091	4,911
研发费用	1,567	1,283	1,384	1,472
费用合计	13,125	15,602	16,250	16,781
资产减值损失	-385	-385	-385	-385
公允价值变动	-19	-19	-19	-19
投资收益	3,491	3,491	3,491	3,491
营业利润	31,937	38,770	48,333	53,705
加:营业外收入	120	120	120	120
减:营业外支出	769	769	769	769
利润总额	31,287	38,121	47,684	53,056
所得税费用	4,748	5,785	7,236	8,051
净利润	26,540	32,336	40,448	45,005
少数股东损益	5,420	6,604	8,261	9,191
归母净利润	21,119	25,732	32,187	35,814

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	8.5%	9.4%	7.8%	6.4%
归母净利润增长率	5.4%	21.8%	25.1%	11.3%
盈利能力				
毛利率	15.8%	17.5%	19.3%	19.9%
四项费用/营收	4.5%	4.9%	4.7%	4.6%
净利率	9.0%	10.1%	11.7%	12.2%
ROE	15.3%	16.9%	19.0%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	59.7%	56.9%	54.5%	52.1%
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	26.4	26.4	26.4	26.4
存货周转率	8.4	8.4	8.4	8.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.80	0.98	1.22	1.36
P/E	21.0	17.2	13.8	12.4
P/S	1.5	1.4	1.3	1.2
P/B	4.1	3.9	3.6	3.3

■ 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，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 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。