

紫金矿业 (601899.SH) —— 年报点评

新项目建设有序推进, 公司力争规模实力再上新台阶

买入

核心观点

公司发布 2023 年年报: 全年实现营业收入 2934 亿元, 同比+9%; 实现归母净利润 211 亿元, 同比+5%; 实现经营性现金流 369 亿元, 同比+29%。2023Q4 实现营收 684 亿元, 同比+3%; 实现归母净利润 50 亿元, 同比+47%; 实现经营性现金流 111 亿元, 同比+66%。

公司发布 2024 年核心矿产品产量目标, 维持 2025 年核心矿产品产量指引: 矿产金产量 2024 年 73.5 吨, 同比+9%, 2025 年 90 吨, 同比+22%; 矿产铜 2024 年 111 万吨, 同比+10%, 2025 年 117 万吨, 同比+5%; 当量碳酸锂 2024 年 2.5 万吨, 2025 年 12 万吨。

核心矿产品成本方面: 2023 年矿产金单位营业成本 223.07 元/克, 同比+16.3%; 矿产铜加权平均单位营业成本 23270.11 元/吨, 同比+17.2%; 矿产锌单位营业成本 9266 元/吨, 同比+15.6%。公司核心矿产品的成本同比明显提升, 但铜 C1 成本和黄金 AISC 成本仍位于全球前 20% 分位。

新项目建设有序推进, 新能源新材料增量快速聚焦

铜: 刚果(金)卡莫阿三期采选工程预计将于 2024 年二季度建成投产, 配套 50 万吨铜冶炼厂预计 2024 年四季度建成投产, 届时产能将提升至 60 万吨铜以上; 塞尔维亚两大铜矿 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; 西藏巨龙铜矿二期改扩建工程获有关部门批准, 计划 2025 年底建成投产, 届时年矿产铜将达 30-35 万吨; 西藏朱诺铜矿项目快速推进, 未来将形成 9.9 万吨/年产能铜矿山。

金: 苏里南罗斯贝尔金矿技改达产后将形成 10 吨/年产金能力; 波格拉金矿于 2023 年 12 月 22 日全面复产, 达产后平均年矿产金 21 吨, 归属公司权益年矿产金约 5 吨; 山西紫金智能化采选改扩建工程建成投产, 达产后年新增矿产金 3-4 吨; 新疆萨瓦亚尔顿金矿 240 万吨采选项目启动建设, 预计露天建成达产后年均产金约 3.3 吨。

锂: 湖南湘源硬岩锂矿二期 500 万吨采选系统有序推进, 计划 2025 年二季度建成投产; 阿根廷 3Q 锂盐湖一期工程年产 2 万吨碳酸锂项目第一阶段投料试车成功, 二期工程年产 3 万吨碳酸锂项目盐田项目建设有序推进; 西藏拉果错锂盐湖一期将形成 2 万吨/年氢氧化锂产能。

风险提示: 项目建设进度不达预期, 矿产品销售价格不达预期。

投资建议: 维持“买入”评级。

预计公司 2024-2026 年营收为 3154/3377/3555 亿元, 同比增速 7.5%/7.1%/5.3%; 归母净利润为 249.95/311.41/368.53 亿元, 同比增速 18.4%/24.6%/18.3%; 摊薄 EPS 为 0.95/1.18/1.40 元, 当前股价对应 PE 为 16/13/11X。公司资源储量丰富, 国际化进程不断加快, 战略延伸积极布局新能源新材料产业助力能源转型, 核心矿种实现多元化布局, 中长期成长路径明确, 未来有望跻身全球超一流国际矿业企业, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	270,329	293,403	315,392	337,733	355,508
(+/-%)	20.1%	8.5%	7.5%	7.1%	5.3%
净利润(百万元)	20,042	21,119	24,995	31,141	36,853
(+/-%)	27.9%	5.4%	18.4%	24.6%	18.3%
每股收益(元)	0.79	0.80	0.95	1.18	1.40
EBIT Margin	11.2%	10.8%	10.6%	12.1%	13.9%
净资产收益率 (ROE)	22.5%	19.6%	20.0%	21.2%	21.4%
市盈率 (PE)	19.5	19.2	16.2	13.0	11.0
EV/EBITDA	14.3	14.7	12.9	10.6	9.0
市净率 (PB)	4.39	3.77	3.24	2.76	2.35

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

有色金属 · 工业金属

证券分析师: 刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001
 证券分析师: 杨耀洪 021-60933161 yangyaohong@guosen.com.cn S0980520040005

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		15.39 元
总市值/流通市值		405157/405157 百万元
52 周最高价/最低价		16.16/10.38 元
近 3 个月日均成交额		1881.43 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《紫金矿业 (601899.SH) - 铜矿年产量首次超百万吨, 成长性仍值得期待》——2024-03-11
- 《紫金矿业 (601899.SH) - 2023 年净利润稳步增长, 铜矿年产量首次超百万吨》——2024-01-30
- 《紫金矿业 (601899.SH) 三季报点评: 三季度利润环比明显提升, 成长性仍值得期待》——2023-10-29
- 《紫金矿业 (601899.SH) 半年报点评: 矿山成本有所上升, 内增外拓驱动中长期成长性》——2023-08-28
- 《紫金矿业 (601899.SH) - 23Q1 利润环比明显提升, 中长期成长路径明确》——2023-04-28

◆ 2023 年实现归母净利润 211 亿元，同比+5%

公司发布 2023 年年报：全年实现营业收入 2934 亿元，同比+9%；实现归母净利润 211 亿元，同比+5%；实现扣非归母净利润 216 亿元，同比+11%；实现经营性现金流 369 亿元，同比+29%。公司 2023Q4 实现营收 684 亿元，同比+3%；实现归母净利润 50 亿元，同比+47%；实现扣非归母净利润 64 亿元，同比+78%；实现经营性现金流 111 亿元，同比+66%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

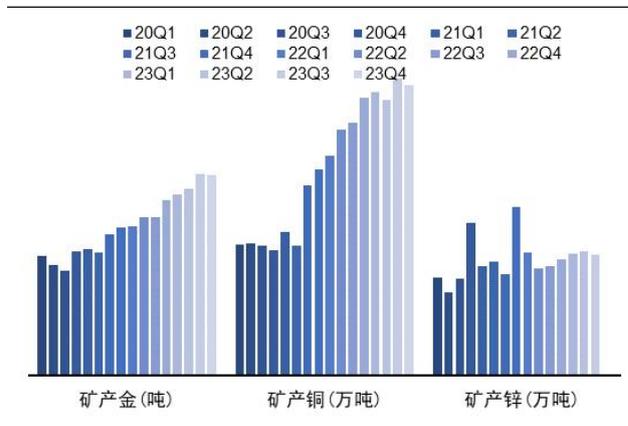
核心矿产品产量方面：2023 年公司矿产金产量 67.7 吨，同比+20%；矿产铜产量 101 万吨(含控股企业 100%产量及联营合营企业权益产量)，同比+11%，超额完成全年产量目标；矿产锌(铅)产量 46.7 万吨，同比+3%；矿产银产量 412 吨，同比+4%；当量碳酸锂产量 0.29 万吨；矿产钼产量 0.81 万吨。

图3：公司核心矿产品产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司核心矿产品分季度产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司发布 2024 年核心矿产品产量目标，同时维持 2025 年核心矿产品产量指引：矿产金产量 2024 年 73.5 吨，同比+9%，2025 年 90 吨，同比+22%；矿产铜产量 2024 年 111 万吨，同比+10%，2025 年 117 万吨，同比+5%；矿产锌(铅)产量 2024 年 47 万吨，同比+1%，2025 年 48 万吨，同比+2%；矿产银产量 2024 年 420 吨，同比+2%，2025 年 450 吨，同比+7%；当量碳酸锂产量 2024 年 2.5 万吨，从今年开始进入到快速放量的阶段，2025 年 12 万吨；矿产钼产量 2024 年 0.9 万吨，同比+11%，2025 年 1.6 万吨，同比+78%。

表1: 公司 2023 年产量及 2024-2025 年产量计划

	2023	2024E	2025E
矿产铜 (万吨)	101.00	111.00	117.00
矿产金 (吨)	68.00	73.50	90.00
矿产锌 (铅) (万吨)	47.00	47.00	48.00
矿产银 (吨)	412.00	420.00	450.00
当量碳酸锂 (万吨)	0.29	2.50	12.00
矿产钼 (万吨)	0.81	0.90	1.60

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

核心矿产品成本方面: 2023 年公司矿产金单位营业成本为 223.07 元/克, 同比+16.3%, 如果不考虑汇率影响, 成本为 215.59 元/克, 同比+12.4%; 矿产铜加权平均单位营业成本为 23270.11 元/吨, 同比+17.2%, 如果不考虑汇率影响, 成本为 22710.57 元/吨, 同比+14.3%; 矿产锌单位营业成本为 9266 元/吨, 同比+15.6%, 如果不考虑汇率影响, 成本为 9023 元/吨, 同比+12.6%。2023 年公司核心矿产品成本同比有明显提升, 主要包含人民币汇率贬值因素、入选品位下降、燃料、电力成本及生产辅料等价格上涨、采剥运输距离增加, 以及低品位矿山产量提升拉高平均成本等原因。公司铜 C1 成本和黄金 AISC 成本仍位于全球前 20% 分位。

图5: 公司矿产金单位销售价格、成本、毛利 (元/克)



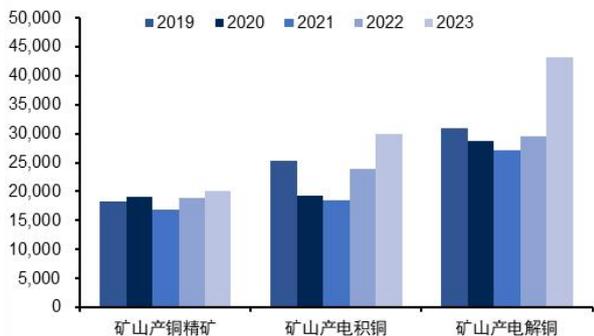
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司矿产铜单位销售价格、成本、毛利 (元/吨)



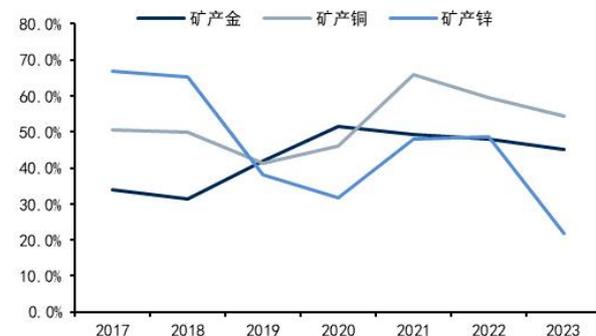
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司矿产铜单位销售成本拆分 (元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司核心矿产品毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从毛利率角度来看, 2023 年公司综合毛利率为 15.81%, 同比减少 0.07 个百分点; 若剔除冶炼加工产品, 2023 年矿产品毛利率为 49.09%, 同比下降 5.20 个百分点; 其中矿产金毛利率 45.07%, 同比减少 2.90 个百分点; 矿产铜毛利率 54.51%, 同比减少 5.02 个百分点; 矿产锌毛利率 21.83%, 同比减少 26.86 个百分点。

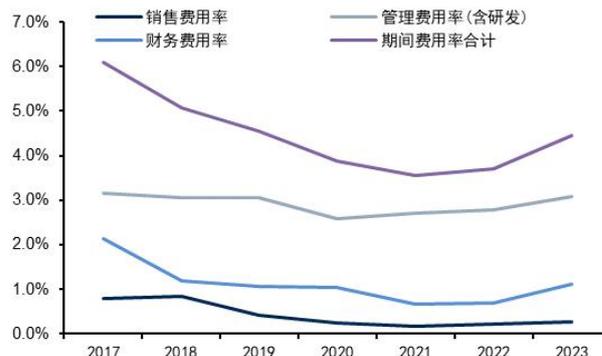
财务数据方面：截止至 2023 年年末，公司资产负债率为 59.66%，相比 2022 年年末上升 0.33 个百分点。2023 年，公司销售费用约为 7.66 亿元，同比+23.63%；管理费用约为 75.23 亿元，同比+20.08%；研发费用约为 15.67 亿元，同比+27.23%；财务费用约为 32.68 亿元，同比+71.57%；公司期间费用率合计约 4.46%，相比 2022 年全年水平上升 0.75 个百分点。

图9：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 全球金属矿业面临变革和重构，公司全力争取规模实力再上新台阶

公司在年报当中，对金属行业进行了较为深入的分析：2023 年，全球有色金属价格分化加剧，受地缘政治冲突、美联储降息预期升温等因素推动，黄金价格持续偏强，再创历史新高；铜价因新能源需求持续强劲，且供应扰动频发，表现相对坚挺；锌价受中国地产等传统需求下滑所拖累，价格下跌明显。另外，公司在年报中指出，全球金属矿业面临变革和重构，“追求安全”替代“追求效率”成为全球经济发展新趋势。

展望 2024 年，美联储货币政策大概率转向宽松，历史上看美联储降息周期中黄金总体表现强劲；铜由“需求定价”向“供应定价”转变，今年交易主旋律来自于海外矿山供应干扰而带来的边际调整，同时国内消费节奏和美联储政策转向构成铜价波动触发事件；锌市仍趋于紧平衡状态，矿企成本支撑锌价底部；锂市短期步入相对平稳期，本轮锂供应的自我调节能力明显较强，因此本轮上游产能出清周期可能拉长，锂价在 10 万元/吨的水平将有较强粘性。

作为全球矿业市场重要参与者，公司聚焦绿色金属矿产、新能源矿产，以大型超大型矿产的逆周期并购和自主地质勘探增储为重点，为公司持续发展提供了坚实的资源基础。逆周期并购考验的是公司面向全球配置资产，依托系统工程和矿业经济思维及专业分析决策的能力，自主地质勘探考验的是公司找探矿能力，公司勘查找矿成本远低于行业平均，且公司总资源量约 50%为自主勘查。

表2：公司主营矿种历年自主勘查新增资源量

矿种	自主勘查探获资源量	公司总资源量	占比 (%)
铜/万吨	3740	7456	50
金/吨	1540	2998	51
锌(铅)/万吨	969	1068	91

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司新项目建设有序推进，新能源新材料增量快速聚焦——

铜：刚果（金）卡莫阿一、二期联合改扩建提前建成投产见效，年可矿产铜 45 万吨，另外三期采选工程预计将于 2024 年二季度建成投产，届时产能将提升至 60 万吨铜以上，年产 50 万吨阳极铜冶炼厂计划于 2024 年四季度建成投产，卡莫阿铜矿最终将建成 80 万吨铜以上规模，有望成为全球第二大产铜矿山；公司在塞尔维亚的佩吉铜金矿下部矿带采用自然崩落法大规模开发已完成预可研设计，正加快证照办理，博尔铜矿 JM 矿填充法变更为崩落法采矿加快推进，至 2025 年塞尔维亚两大铜矿将全面完成改扩建工程，届时铜矿产能有望达到 30 万吨/年；西藏巨龙铜矿项目二期改扩建工程获有关部门批准，计划 2025 年底建成投产，届时年矿产铜将达 30-35 万吨，且项目还有三期规划，未来将建成年产铜 60 万吨规模；西藏朱诺铜矿项目有望快速推进，未来将形成 9.9 万吨/年产能铜矿山。

金：苏里南罗斯贝尔金矿技改达产后将形成 10 吨/年产金能力；巴布亚新几内亚波格拉金矿于 2023 年 12 月 22 日全面复产，根据项目最新规划，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；甘肃陇南紫金山金山金矿开发有序推进，目前进入试生产阶段；山西紫金智能化采选改扩建工程建成投产，达产后将年新增矿产金 3-4 吨；新疆萨瓦亚尔顿金矿 240 万吨采选项目启动建设，预计露采建成达产后年均产金约 3.3 吨；公司参股的山东海域金矿，12000 吨/日采选工程有序推进，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。

锂：公司规划至 2025 年形成 12-15 万吨当量碳酸锂产能。其中，湖南湘源硬岩锂矿一期 30 万吨采选系统已建成，二期 500 万吨采选系统有序推进，计划 2025 年二季度建成投产；阿根廷 3Q 锂盐湖一期工程年产 2 万吨碳酸锂项目第一阶段投料试车成功，二期工程年产 3 万吨碳酸锂项目盐田项目建设有序推进；西藏拉果错锂盐湖一期将形成 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；公司还受邀主导世界级锂矿刚果（金）马诺诺锂矿东北部勘探开发。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2024-2026 年营收为 3154/3377/3555 亿元，同比增速 7.5%/7.1%/5.3%；归母净利润为 249.95/311.41/368.53 亿元，同比增速 18.4%/24.6%/18.3%；摊薄 EPS 为 0.95/1.18/1.40 元，当前股价对应 PE 为 16/13/11X。公司是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，国际化进程不断加快，战略延伸积极布局新能源新材料产业助力能源转型，核心矿种实现多元化布局，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20244	18449	9167	26016	49621	营业收入	270329	293403	315392	337733	355508
应收款项	12257	11129	11963	12810	13484	营业成本	227784	247024	266710	280460	288950
存货净额	28104	29290	31301	32678	33525	营业税金及附加	4268	4850	5046	5404	5688
其他流动资产	13253	12746	13702	14672	15444	销售费用	620	766	788	844	889
流动资产合计	79644	77629	72147	92191	118089	管理费用	6265	7523	10600	11159	11603
固定资产	94613	117393	131881	143965	154374	研发费用	1232	1567	1577	1689	1778
无形资产及其他	68280	67892	65176	62461	59745	财务费用	1905	3268	3154	3377	3555
投资性房地产	38440	48460	48460	48460	48460	投资收益	2874	3491	6963	8825	9079
长期股权投资	25067	31632	31632	31632	31632	资产减值及公允价值变动	(177)	367	(300)	(300)	(300)
资产总计	306044	343006	349296	378709	412300	其他收入	(1239)	(1892)	1639	1527	1438
短期借款及交易性金融负债	31312	39018	20000	20000	20000	营业利润	30946	31937	37395	46540	55040
应付款项	13493	16284	17402	18168	18639	营业外净收支	(953)	(649)	(200)	(200)	(200)
其他流动负债	26365	28880	31200	32599	33473	利润总额	29993	31287	37195	46340	54840
流动负债合计	71170	84182	68602	70767	72112	所得税费用	5226	4748	5951	7414	8774
长期借款及应付债券	92690	102818	102818	102818	102818	少数股东损益	4725	5420	6249	7785	9213
其他长期负债	17729	17643	17643	17643	17643	归属于母公司净利润	20042	21119	24995	31141	36853
长期负债合计	110419	120460	120460	120460	120460	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	181589	204643	189063	191228	192573	净利润	20042	21119	24995	31141	36853
少数股东权益	35513	30857	35231	40681	47130	资产减值准备	(20)	519	267	79	68
股东权益	88943	107506	125002	146801	172598	折旧摊销	9727	9794	12661	15252	16939
负债和股东权益总计	306044	343006	349296	378709	412300	公允价值变动损失	177	(367)	300	300	300
						财务费用	1905	3268	3154	3377	3555
						营运资本变动	(11986)	(3832)	(95)	(951)	(881)
						其它	2040	1007	4107	5371	6381
						经营活动现金流	19980	28240	42235	51191	59660
						资本开支	0	(30550)	(25000)	(25000)	(25000)
						其它投资现金流	(2843)	(228)	0	0	0
						投资活动现金流	(18282)	(37343)	(25000)	(25000)	(25000)
						权益性融资	1080	235	0	0	0
						负债净变化	32693	8711	0	0	0
						支付股利、利息	(11475)	(15175)	(7499)	(9342)	(11056)
						其它融资现金流	(39191)	19999	(19018)	0	0
						融资活动现金流	4324	7308	(26517)	(9342)	(11056)
						现金净变动	6022	(1795)	(9282)	16849	23605
						货币资金的期初余额	14222	20244	18449	9167	26016
						货币资金的期末余额	20244	18449	9167	26016	49621
						企业自由现金流	(4105)	2278	15610	23651	32484
						权益自由现金流	16455	30989	(8429)	19069	28327

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032