

紫金矿业 (601899.SH)

具备阿尔法的有色核心资产，稳步迈向世界一流

逆周期并购世界级核心资产，稳步增产凸显公司强阿尔法：1) 核心领导层为公司注入逆周期并购基因，资源储备大幅提升，铜、金、锌、锂资源量位居全球矿企前十；2) 核心铜金品种世界级矿业项目接续投产，矿产品产量大幅增长，核心资产如卡库拉、佩吉、巨龙等项目产量持续释放，在世界级核心资产支撑下公司强阿尔法属性逐步凸显，矿业巨头未来成长可期；3) 依托主业下延绿电&新材料业务，补齐公司能源金属品种板块。

全球布局优质铜矿，依托世界级资源实现公司稳步成长。1) 卡莫阿-卡库拉世界级铜矿资源量约 4266 万吨@2.52%，2024H1 实现铜产量 8.36 万吨（权益产量），三期采选工程于 2024 年 5 月投产，达产后合计矿产铜产能将达 60 万吨量级，跻身全球第四大铜矿山。2) 佩吉铜金矿上下部矿带合计铜资源量 1969 万吨，金 443 吨。其中上矿带铜品位高达 2.43%，2024H1 实现铜产量 9 万吨；下矿带拟采用自然崩落法，计划 2025 年内完成佩吉铜金矿上下矿带、博尔铜矿综合体改扩建工程，总体年产能达 30 万吨。3) 控股巨龙铜矿含铜资源量 1927 万吨@0.31%，2024H1 实现铜产量 4.05 万吨（权益）。一期 15 万吨/日改扩建工程正在推进，二期改扩建工程计划 2025 年底建成投产，一二期联合年总矿产铜将达 30-35 万吨。**密集布局金矿项目，凸显“铜+金”核心品种的强阿尔法属性。**公司收购萨瓦亚尔顿金矿、山东海域金矿、Rosebel 金矿、参股招金矿业，显著提升金板块权重，为矿产金增产打下坚实资源基础，增产可期。1) 山东海域金矿（44%权益）为国内首个海上发现金矿，金资源量 562 吨@4.18g/t，预计达产后年产量 15-20 吨。2) Rosebel 金矿（95%）金资源量超 200 吨，并表后可快速贡献利润，技改项目达产后预计形成 10 吨年产能。3) 萨瓦亚尔顿金矿项目（70%）资源量 60 吨@2.58g/t，规划全面达产后年产 3 吨矿产金。整体看，预计 2024 年矿产金达 73.5 吨，至 2025 年达 85 吨规模。收购项目集中投产，公司逐步构筑“铜+金”双支柱品种。

顺应“碳中和”大局延伸新能源&新材料业务，打造公司发展新高地。资源端，布局“两湖一矿”，折碳酸锂资源量达 1411 万吨，位居世界矿企前十，其中 3Q、拉果错盐湖一期合计增加约 4 万吨电池级锂盐产能，湘源锂矿二期 500 万吨选厂积极推进，补齐能源金属品种板块；材料端，孵化磷酸铁锂、电子铜箔等主业强关联材料产业；应用端，参股龙净环保，实现对环保设备，风光发电、储能领域延伸，充分释放产业链协同优势。

投资建议：公司作为铜金资源开发龙头叠加美联储开启降息周期叠加二次通胀预期升温，或对工业金属与贵金属价格形成长期利好，公司有望持续兑现“量价齐升”逻辑。我们谨慎预测公司 2024-2026 年分别实现营业收入 3194.1、3433.4、3560.7 亿元；实现归母净利润 327.6、373.5、421.7 亿元，对应 PE 分别为 12.8/11.2/9.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、美联储超预期紧缩、项目投产不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	270,329	293,403	319,412	343,337	356,067
增长率 yoy（%）	20.1	8.5	8.9	7.5	3.7
归母净利润（百万元）	20,042	21,119	32,760	37,351	42,173
增长率 yoy（%）	27.9	5.4	55.1	14.0	12.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.75	0.79	1.23	1.41	1.59
净资产收益率（%）	19.9	19.2	22.8	20.8	19.0
P/E（倍）	20.9	19.9	12.8	11.2	9.9
P/B（倍）	4.7	3.9	3.0	2.4	1.9

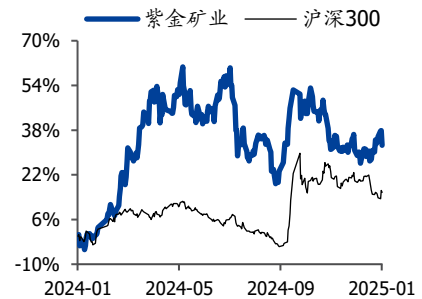
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 01 月 15 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	有色金属
01 月 15 日收盘价（元）	15.78
总市值（百万元）	419,399.09
总股本（百万股）	26,577.89
其中自由流通股（%）	99.88
30 日日均成交量（百万股）	163.72

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	79644	77629	87343	94973	107082
现金	20244	18449	23228	30627	40753
应收票据及应收账款	8646	8331	10151	9715	10888
其他应收款	3656	2834	4231	3363	4513
预付账款	3795	2677	4369	3205	4650
存货	28104	29290	29315	32015	30230
其他流动资产	15199	16048	16048	16048	16048
非流动资产	226400	265377	286075	305317	316024
长期投资	25067	31632	41918	52192	62472
固定资产	72746	81466	89059	94052	94047
无形资产	68280	67892	73952	81084	85489
其他非流动资产	60306	84387	81145	77988	74016
资产总计	306044	343006	373417	400290	423106
流动负债	71170	84182	91647	90776	83382
短期借款	23666	20989	30857	20989	20989
应付票据及应付账款	13493	16284	14121	17698	14596
其他流动负债	34011	46909	46669	52089	47796
非流动负债	110419	120460	103086	84569	62635
长期借款	92690	102818	85444	66926	44993
其他非流动负债	17729	17643	17643	17643	17643
负债合计	181589	204643	194734	175345	146017
少数股东权益	35513	30857	38920	48308	58798
股本	2633	2633	2658	2658	2658
资本公积	25552	25866	25866	25866	25866
留存收益	56125	70637	110116	155481	206648
归属母公司股东权益	88943	107506	139764	176637	218291
负债和股东权益	306044	343006	373417	400290	423106

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	28679	36860	42276	67916	56665
净利润	24767	26540	40822	46740	52662
折旧摊销	10084	10153	11331	13082	14520
财务费用	1905	3268	4052	3277	2048
投资损失	-2874	-3491	-3285	-3347	-3246
营运资金变动	-5746	237	-10669	8054	-9411
其他经营现金流	542	152	25	110	92
投资活动现金流	-50981	-33965	-28768	-29087	-22073
资本支出	24794	30429	10412	8967	428
长期投资	-15702	-4468	-10286	-10274	-10280
其他投资现金流	-41888	-8004	-28642	-30394	-31926
筹资活动现金流	27258	-5817	-18596	-21563	-24465
短期借款	5437	-2677	0	0	0
长期借款	42316	10127	-17374	-18518	-21933
普通股增加	0	0	25	0	0
资本公积增加	346	315	0	0	0
其他筹资现金流	-20841	-13582	-1247	-3045	-2532
现金净增加额	6035	-1974	-5088	17266	10127

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	270329	293403	319412	343337	356067
营业成本	227784	247024	252237	263967	267904
营业税金及附加	4268	4850	5398	7234	6445
营业费用	620	766	783	1682	1745
管理费用	6265	7523	10282	12566	15563
研发费用	1232	1567	799	2094	2243
财务费用	1905	3268	4052	3277	2048
资产减值损失	-79	-385	290	195	390
其他收益	485	542	513	527	520
公允价值变动收益	-255	-19	-41	-137	-113
投资净收益	2874	3491	3285	3347	3246
资产处置收益	-5	37	16	27	21
营业利润	30946	31937	49344	56086	63404
营业外收入	108	120	136	136	125
营业外支出	1061	769	708	752	823
利润总额	29993	31287	48772	55469	62707
所得税	5226	4748	7949	8729	10044
净利润	24767	26540	40822	46740	52662
少数股东损益	4725	5420	8063	9389	10490
归属母公司净利润	20042	21119	32760	37351	42173
EBITDA	47022	48945	64154	71829	79275
EPS (元)	0.75	0.79	1.23	1.41	1.59

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	20.1	8.5	8.9	7.5	3.7
营业利润(%)	23.4	3.2	54.5	13.7	13.0
归属于母公司净利润(%)	27.9	5.4	55.1	14.0	12.9
获利能力					
毛利率(%)	15.7	15.8	21.0	23.1	24.8
净利率(%)	7.4	7.2	10.3	10.9	11.8
ROE(%)	19.9	19.2	22.8	20.8	19.0
ROIC(%)	13.9	12.9	15.6	16.9	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	59.3	59.7	52.1	43.8	34.5
净负债比率(%)	88.5	93.4	67.3	37.9	19.2
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	48.7	34.6	34.6	34.6	34.6
应付账款周转率	21.4	16.6	16.6	16.6	16.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.79	1.23	1.41	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	1.39	1.59	2.56	2.13
每股净资产(最新摊薄)	3.35	4.04	5.26	6.65	8.21
估值比率					
P/E	20.9	19.9	12.8	11.2	9.9
P/B	4.7	3.9	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA	3.9	4.0	3.1	2.4	1.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 01 月 15 日收盘价

内容目录

一、逆周期并购赋予成长底色，技术基因凸显竞争优势	5
1.1 灵魂人物陈景河：紫金山起家，“企业家+科学家”构筑公司逆周期并购基因	7
1.2 铜金锂资源量全面开花，国际化进程进入加速期	8
1.3 低估值高潜力项目投资并购，全球布局“增长群”规模效应形成	9
1.4 自主创新优势构建技术壁垒+低成本竞争力	10
1.5 营收利润持续增长，公司成长性逐步兑现	11
二、铜板块：大型铜矿项目 2022 年初显增长趋势	13
2.1 行业概况：全球铜矿资本开支节奏放缓，行业利润向上游转移	13
2.2 经营情况：高潜力项目批量落地，铜产品成为当前核心主业	15
2.3 扩产规划：三大项目落地增产，2024 产能延续高增	16
2.4 未来重点项目：海外铜矿项目迸发，稳固公司铜业龙头地位	18
2.4.1 卡莫阿超大型铜矿年产能扩张至 60 万吨，助力铜产能跨越增长	18
2.4.2 塞尔维亚 Timok（佩吉）铜金矿高品位上带矿于 2021 年投产	21
2.4.3 西藏巨龙世界级超大型铜矿，2021 年底实现投产	22
三、金板块：大批增量项目提产扩能，夯实利润重要贡献点	24
3.1 经营情况：2024H1 公司矿产金维持增长，矿产金毛利维持高位	24
3.2 扩产规划：2019-2022 集中并购，矿产金规模再上台阶	25
3.3 未来重要项目：2022 批量储备黄金资源，远期贡献强利润增长	26
3.3.1 武里蒂卡金矿：全球超高品位大型金矿，技改完成后实现年产金 9.1 吨	26
3.3.2 山东海域金矿：国内最大单体金矿，达产后预计年产金 15-20 吨，增储潜力巨大	28
3.3.3 苏里南 Rosebel 金矿：年产金超 10 吨的成熟在产金矿，增量贡献立竿见影	29
四、铅锌板块：低品位开发能力显著，具备国内领先优势	32
4.1 公司锌矿业务具备低品位开发盈利能力，锌矿资源在国内处于领先地位	32
五、锂板块：锂业新兵大手笔布局，有望逐步进入收获期	33
5.1 3Q 盐湖：公司首个海外盐湖项目，正式进军锂行业	33
5.2 拉果错盐湖：紫金矿业入局西藏优质盐湖，远期规划 5 万吨碳酸锂产能	35
六、盈利预测与投资建议	37
6.1 盈利预测	37
6.2 投资建议与可比公司估值	38
风险提示	38

图表目录

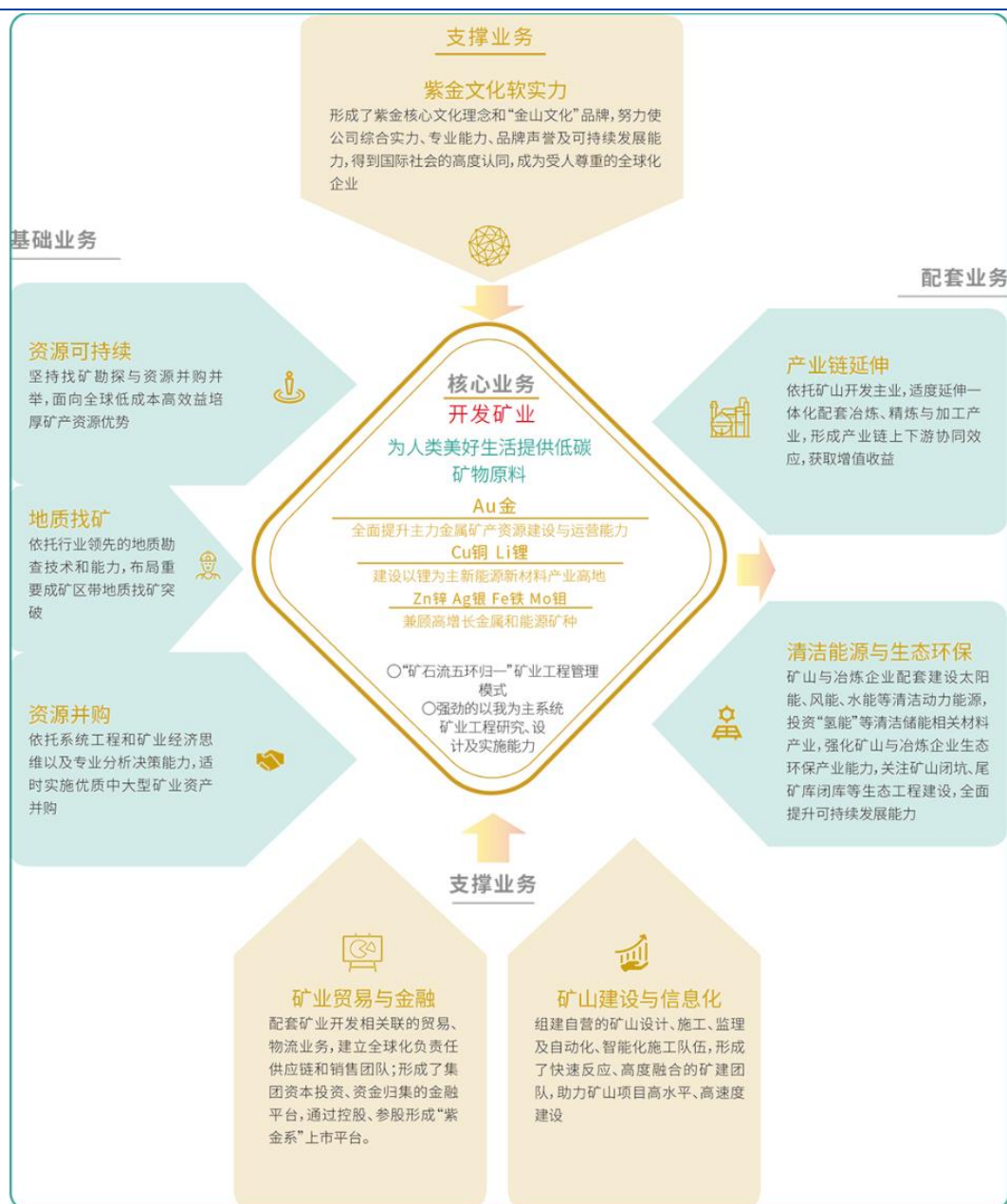
图表 1：公司业务结构示意图	5
图表 2：公司发展四大阶段	6
图表 3：截至 2024 年三季报公司股权结构	8
图表 4：公司资源储量情况梳理	8
图表 5：自主勘探内生成长，进一步提高主要矿产资源拥有量	9
图表 6：公司主要铜金产品产量于 2022 年进入加速增长期	10
图表 7：公司五年（至 2028 年）产量规划目标	10
图表 8：公司近年研发支出稳步增长	11
图表 9：矿石流五环归一：统筹 5 环节技术路线，打造高效率、低成本竞争优势	11
图表 10：公司归母净利润规模持续增长，2022 年起稳定在 200 亿元以上规模	12
图表 11：公司营业收入保持稳定增长	12
图表 12：公司资产总额持续增长	12
图表 13：公司经营活动净现金流在 2023 年达到 350 亿以上规模	12
图表 14：矿山产主营品种中黄金贡献主要营收 单位：亿元	12
图表 15：主营品种毛利情况，其中铜板块贡献最多毛利 单位：亿元	12
图表 16：全球主要铜矿企业资本开支 单位：百万美元	13
图表 17：全球主要产铜国产量增速（单位：%）	13

图表 18:	全球主要产铜国产量 (单位: 万吨)	13
图表 19:	2023 年 3 月-2024 年 10 月全球铜矿产量	14
图表 20:	全球铜矿产量 (单位: 万吨)	14
图表 21:	铜精矿粗炼费 TC 持续下行	14
图表 22:	2018 年起铜产品产量稳定增长 (万吨)	15
图表 23:	2019-2023 年公司铜板块分行业毛利情况	15
图表 24:	公司铜精矿贡献毛利维持较强增长势头	16
图表 25:	冶炼铜营收占比较高但不贡献公司铜板块主要利润	16
图表 26:	公司铜板块分产品营业成本	16
图表 27:	公司铜板块成本拆分, 2023 年生产成本出现较大增长	16
图表 28:	公司主要铜矿项目资源量/储量汇总	17
图表 29:	公司主要矿山产量 单位: 万吨	18
图表 30:	公司间接拥有卡莫阿铜矿 45% 股权	18
图表 31:	卡莫阿-卡库拉项目开发历程	19
图表 32:	公司连续勘出高品位矿体, 显著提升项目开采寿命	20
图表 33:	卡莫阿-卡库拉铜矿长期发展规划	20
图表 34:	Timok 金铜矿项目股权结构	21
图表 35:	Timok 项目开发历程	21
图表 36:	Timok 上带矿顶部为超高品位铜矿, 下带矿为大型斑岩铜矿	22
图表 37:	公司间接持有驱龙铜多金属矿等三个矿区 50.1% 权益	22
图表 38:	驱龙铜多金属矿 & 容木错拉铜多金属矿矿体赋存条件图	23
图表 39:	驱龙铜多金属矿 10 号勘探线剖面	23
图表 40:	公司矿山产金量维持增长	24
图表 41:	公司近 5 年矿产金毛利率维持在 45%-52% 区间	24
图表 42:	伴随产能释放与金价走强, 5 年内公司矿产金收入实现翻倍	25
图表 43:	公司矿产金成本构成拆分, 可变成本中能源占比提升	25
图表 44:	公司黄金资源梳理	26
图表 45:	武里蒂卡金矿西部至具有安第斯地质特征, 成矿条件好	27
图表 46:	武里蒂卡金矿矿山寿命内运营成本情况	28
图表 47:	公司间接持有山东海域金矿 44% 权益	28
图表 48:	海域金矿剖面图, 矿体勘探范围内深部仍未封闭, 探矿增储潜力非常显著	29
图表 49:	山东海域金矿资源储量情况	29
图表 50:	公司间接持有 Rosebel 矿区 95% 权益与 Saramacca 矿区 66.5% 权益	30
图表 51:	项目距苏里南首都以南 100 公里, 气候、基础设施适宜开采作业	31
图表 52:	Rosebel 金矿是南美洲最大在产露天金矿之一	31
图表 53:	公司主要铅锌矿山资源情况	32
图表 54:	公司主要锂矿项目资源量汇总	33
图表 55:	紫金矿业 49 亿元收购 Neo Lithium 100% 股权	34
图表 56:	项目地处南美“锂三角”南端, 距离 Caldera 港口较近	34
图表 57:	公司可研报告实现 400mg/L 边界品位下资源量达 763 万吨, 项目寿命可达 50 年	35
图表 58:	公司收购盾安集团四项资产包, 获拉果错盐湖 70% 权益	35
图表 59:	拉果错盐湖地形图	36
图表 60:	拉果错锂盐湖实地图	36
图表 61:	公司主要业务盈利预测 (亿元)	37
图表 62:	可比公司情况	38

一、逆周期并购赋予成长底色，技术基因凸显竞争优势

公司主要在全球范围内从事铜、金、锌等金属矿产资源开发的大型跨国矿业集团，2021 年开始加速向新能源新材料领域进军。公司成立于 1986 年，前身为上杭县矿产公司，1993 年改组成立上杭县紫金矿业并开发建设紫金山金矿，先后于 2003 年、2008 年在香港 H 股和上海 A 股上市。上市后公司成功完成了多项海外项目投资并购，其中 2015 年收购全球第四大铜矿刚果（金）卡莫阿铜矿，铜资源量跃升国际第一梯队。2021 年 10 月公司收购新锂公司 3Q 盐湖，首次涉及锂矿资源开发业务，并将新能源新材料作为未来新的重要发展方向，构筑了基本金属+贵金属+能源金属的全品种资源布局。公司位列 2024 年《福布斯》全球上市公司第 267 位，及其中的上榜的全球金属矿业企业第 5 位、全球黄金企业第 1 位；位列《财富》世界 500 强第 364 位、《财富》中国 500 强第 91 位，正逐步成长为世界级核心矿业企业。

图表1：公司业务结构示意图

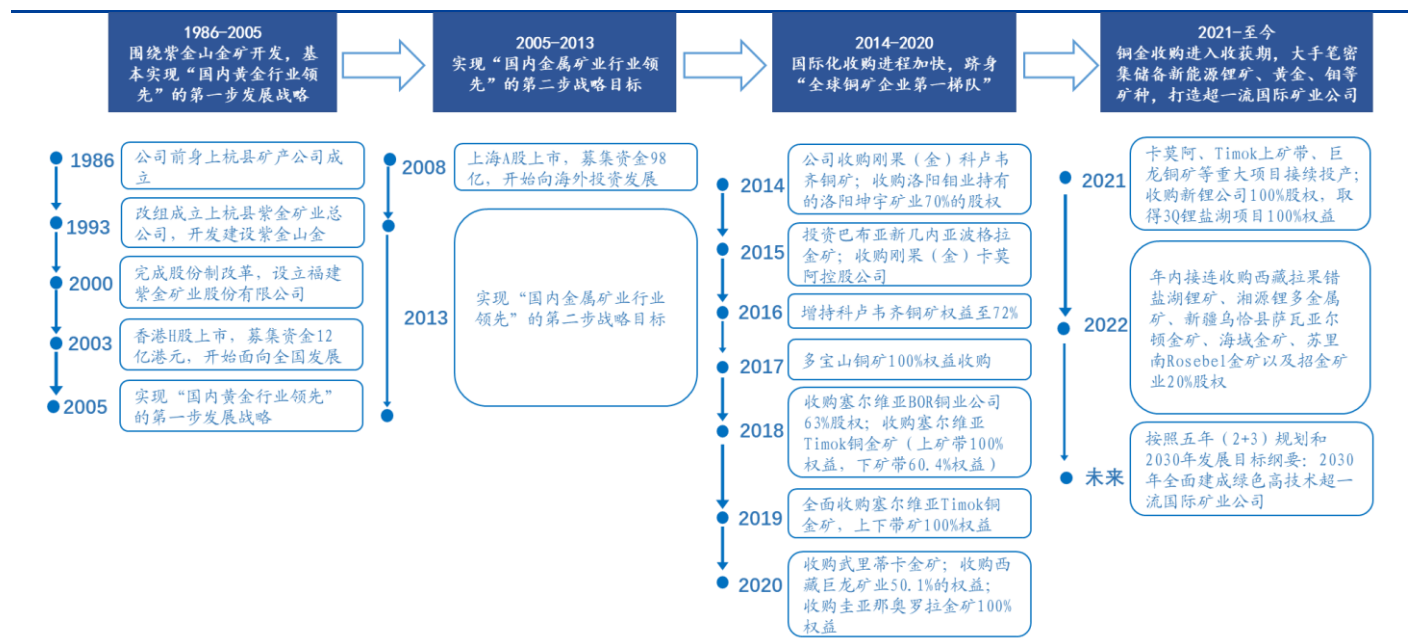


资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

资源种类多点布局，国内外收购齐头并进，逆周期并购凸显公司成长底色。公司发展大致可分为四个阶段：第一阶段（1986-2005）：上市前阶段，公司业务核心围绕紫金山金铜矿开发，基本实现“国内黄金行业领先”的第一步发展战略，铜矿产量也位居国内前列，完成香港 H 股上市；第二阶段（2005-2013 年）：上海 A 股上市，募集资金 98 亿，开始向海外投资发展。国内外资源收并购同步推进，铜金锌银等资源多点开发，实现“国内金属矿业行业领先”的第二步战略目标；第三阶段（2014-2020 年）：公司对外收购步伐进一步加快，期间公司收购科卢韦齐铜矿、卡莫尔铜矿、多宝山铜矿、塞尔维亚 Timok 铜金矿、西藏巨龙矿业、武里蒂卡金矿、圭亚那奥罗拉金矿等中大型矿山。铜金价格同步上涨，公司经营渐入佳境，业绩逐渐兑现。

第四阶段（2021 年-至今）跨越式发展期：国际化收获期与新能源储备期同步进行，向“绿色高技术超一流国际矿业集团”大步迈进。一方面，过去一阶段面向全球的国际化收购进入集中收获期，铜、金、锌多产品量价齐升，公司进入国际一流矿业公司行列；另一方面，公司利用充足现金流大手笔密集收购拓展新能源金属矿种，接连收购西藏拉果错盐湖锂矿、湘源锂多金属矿、新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿、海域金矿、苏里南 Rosebel 金矿、沙坪沟钼多金属矿，以及招金矿业 20% 股权，主攻锂、黄金金属资源，主营业务更加均衡，为下一轮跨越式发展做好充足储备。

图表2：公司发展四大阶段



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

技术基因凸显公司竞争优势。作为资源型矿企，公司在找矿勘查、投资并购、开发运营成本控制能力显著；体内 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业水平。依托系统工程和矿业经济思维及专业分析决策能力，适时实施低成本逆周期并购；2020 年以来，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，生产运营成本竞争优势凸显，铜 C1 成本和黄金 AISC 成本均位于全球前 20% 分位。技术优势方面，公司从低品位难选冶矿山开发起步，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及环保等方面，具有行业领先技术优势和丰富实践经验；技术输出能力强，能针对项目公司的实际开展系统的技术攻关和方案输出；如原长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 年即实现扭亏为盈，成本控制能力叠加矿业技术创新基因构筑公司强同业竞争优势。

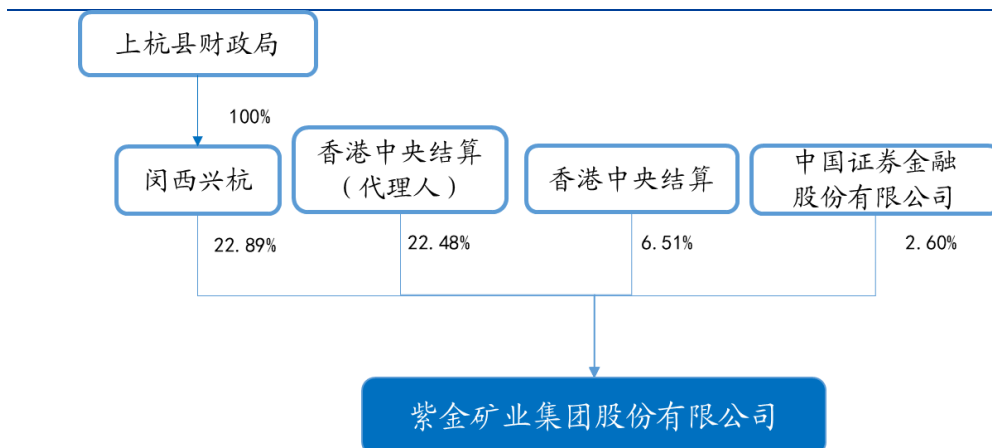
1.1 灵魂人物陈景河：紫金山起家，“企业家+科学家”构筑公司逆周期并购基因

创始人陈景河先生深耕矿产资源勘查与开发领域多年，形成资源+技术行业双领先的“紫金模式”。陈景河先生，教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴，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。陈先生是国内外金属矿产资源勘查与开发领域的知名专家，在地质找矿、低品位难选冶资源综合利用及大规模开发等关键技术创新和工程管理等方面成果显著；他发现并探明福建紫金山金铜矿等一批世界级超大型矿床，破解低品位、难选冶资源的关键技术与工程难题，主持建成中国第一大金矿、中国第一座金矿加压预氧化工厂、全球第一座千万吨级铜生物堆浸与浮选相结合的选冶系统；创立以矿石流为走向，将地勘、采矿、选矿、冶金和环保五个环节进行统筹研究和全流程控制，归结于实现经济和社会效益最大化的“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，在国内外推广应用并实现显著的经济社会效益。

福建紫金山起家，“中国金王”带领公司走向全国。1992 年，福建紫金山完成初步勘探，进入实验性开采，黄金储量仅有 5.43 吨，矿石品位不到 1 克/吨；同年紫金山被下放上杭县地方政府开发，由上杭县矿产公司接管开采工作；同年 9 月，陈景河选择辞职，主动出任上杭县矿产公司总经理。在低资源量以及低品味的“双低”不利条件下，陈景河将堆浸技术引入紫金山，仅用 700 多万元就完成了一期工程建设，成为中国南方堆浸提金第一人。1993 年至 2000 年，陈景河对堆浸技术进行多次改造升级，通过一系列手段压缩开发成本，紫金山由此一跃成为中国规模最大的金矿之一。

活用“逆周期并购”方法论，带领紫金矿业走向世界。2002 年，黄金价格走低，很多中小矿企经营遇阻，紫金矿业通过低价收购，将贵州水银洞金矿、新疆阿舍勒铜锌矿、吉林珲春金铜矿、西玉龙铜矿等全部收入囊中，一跃成为全国最大的 5 家金矿企业之一。2008 年金融危机后，紫金矿业再次逆势扩张，斥资 33.68 亿元收购澳大利亚上市矿企 Indophil，后因当地政府阻挠终止，之后又买下加拿大矿业公司 Continental Gold。2012 年，黄金价格再度走低，紫金矿业趁此收购了澳大利亚矿企诺顿金田，成为控股股东。2015 年，紫金矿业收购步伐加速。这一年国际铜价、金价暴跌，进入行业低谷，但公司在行业底部，陆续又收购了澳大利亚凤凰黄金公司、巴里克（新几内亚）公司、刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿。如今，卡库拉已跻身世界第四大铜矿，是世界上最大的、高品位、未开发的铜矿，也是紫金矿业 2021 年后增长的主力之一。陈景河董事长作为紫金矿业灵魂人物，以紫金山为起点，辅以在矿业领域高度专业化的高管及技术团队，在全球化矿业竞争中为公司灌输“逆周期+技术”双重基因，逐步构建出了国内矿业龙头的发展蓝图。

图表3: 截至 2024 年三季报公司股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 铜金锂资源量全面开花，国际化进程进入加速期

公司在中国 17 个省（区）和境外 15 个国家拥有重要矿业投资项目，包括境内的西藏巨龙铜矿及朱诺铜矿、黑龙江多宝山铜山铜矿、福建紫金山铜金矿、新疆阿舍勒铜矿、山西紫金、贵州紫金、陇南紫金等，境外的塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿及博尔铜矿、刚果（金）卡莫阿铜矿及科卢韦齐铜矿、苏里南罗斯贝尔金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿等；公司加速进军新能源新材料产业，拥有阿根廷 3Q 盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源硬岩锂多金属矿，并受邀主导开发刚果（金）马诺诺锂矿东北部项目。截至 2024 年 H1，按控股企业 100%口径及联营合营企业权益口径计算，公司保有探明、控制及推断的总资源量为铜 10,467 万吨、金 3,528 吨、锌（铅）1,212 万吨、银 28,380 吨，锂（LCE）1,411 万吨。

图表4: 公司资源储量情况梳理

	铜/万吨	金/吨	铅锌/万吨	碳酸锂/万吨	银/吨
储量	4382.31	1322.28	506	505.39	2653.26
资源量	10466.84	3527.96	1,212	1411.28	28380.36
储量/资源量	42%	37%	42%	36%	9%

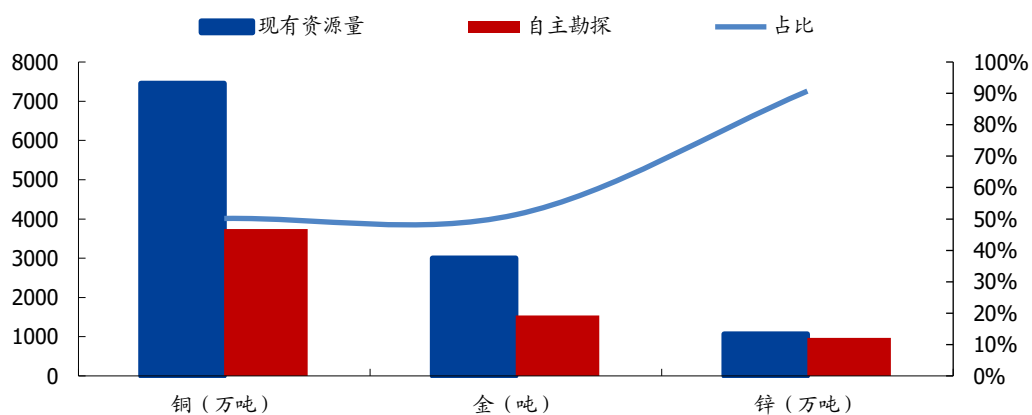
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 低估值高潜力项目投资并购，全球布局“增长群”规模效应形成

全球配置矿产资源，低成本收购规模优势领先。一方面，2018 年开始公司对外资本开支明显加快，发展势头迅猛，并开拓新能源金属矿种，加强国际矿业影响力；另一方面，公司矿产资源获取成本总体较低，增厚盈利空间，保证逆周期盈利稳定性。公司精准判断实施逆周期并购，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，生产运营成本竞争优势凸显，铜 C1 成本和黄金 AISC 成本均位于全球前 20% 分位。

自主勘探内生长，进一步提高主要矿产资源拥有量，降低资源获取成本。公司坚持自主找矿勘探与资源并购并举，面向全球配置矿产资源。一方面，依托出色的专业分析与决策能力，适时实施大型、超大型矿产资源并购，包括估值较低潜力较大的问题项目和未开发绿地项目，低成本提升矿产资源总量；另一方面，公司自主地质勘查具有行业竞争比较优势，单位勘查成本远低于全球行业平均水平。以既有矿山就矿找矿为重点，积极布局绿地、棕地矿产战略选区，实施风险勘查投资业务，自主勘查获得超过 50% 的黄金、铜资源，超过 90% 的锌（铅）资源。

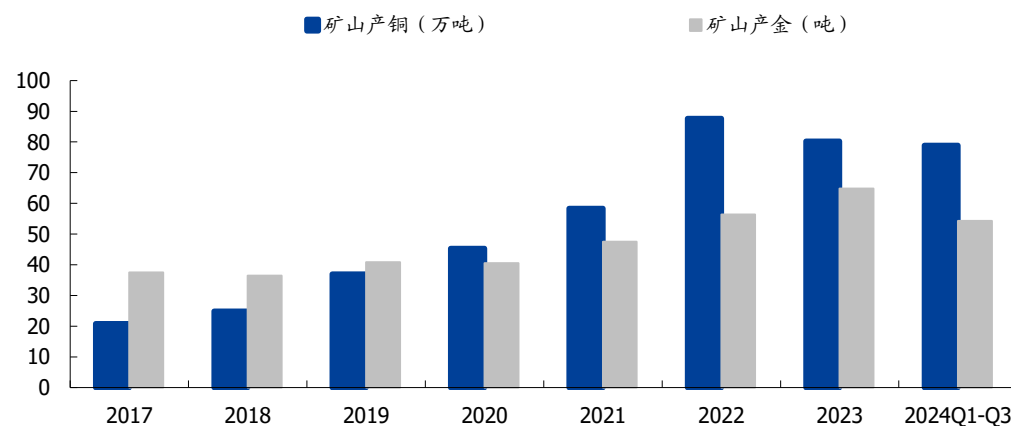
图表5：自主勘探内生长，进一步提高主要矿产资源拥有量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

加快资源优势转换，铜金板块于 2022 年开始实现主要矿产品加速增长。金板块，2022 年苏里南罗斯贝尔金矿、山西紫金、巴新波格拉金矿项目技改扩建项目有序推进继续提供产能挖潜空间；铜板块，刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿一期、塞尔维亚佩吉铜金矿上矿带、西藏巨龙铜矿一期“三大世界级”铜矿于 2021 年内接连投产，2022 年开始矿产铜增长初现，助力公司进入全球金属矿业一流行列。

图表6: 公司主要铜金产品产量于 2022 年进入加速增长期



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司于 2024 年发布未来五年（至 2028 年）主要矿产品产量规划，2025 年产量指引维持增长。在公司 2024 年最新公布的 5 年（至 2028 年）规划中，公司重新修正 2025 年铜、金、锌/铅、银计划产量分别为 122 万吨、85 吨、48 万吨、500 吨。此外，伴随能源金属锂品种并购落地，公司 2025 年产量规划碳酸锂 10 万吨、公司增长再添一极。

图表7: 公司五年（至 2028 年）产量规划目标

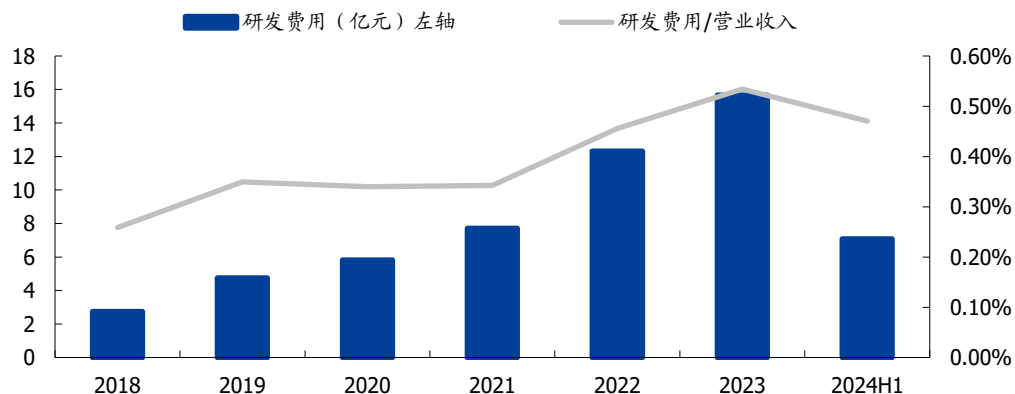
主营矿产品	单位	2023	2024E	2025E	2028E
矿产铜	万吨	101	111	122	150-160
矿产金	吨	68	73.5	85	100-110
矿产锌/铅	万吨	47	47	50	55-60
矿产银	吨	412	420	500	600-700
锂（LCE）	万吨	0.3	2.5	10	25-30
矿产钼	万吨	0.8	0.9	1	2.5-3.5

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 自主创新优势构建技术壁垒+低成本竞争力

公司具有强有力的核心技术竞争力，自主创新优势明显，驱动公司成长发展。公司在地质勘查、开采技术、低品位难处理资源综合回收利用等方面拥有核心技术，处于行业领先。拥有地勘、采矿、选矿、冶金、环保全流程自主技术与工程研发能力；公司技术输出能力强，能针对项目公司的实际开展系统的技术攻关和方案输出，解决权属企业的技术问题，如原长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，核心勘察、采矿及矿石处理技术具有强技术壁垒。

图表8: 公司近年研发支出稳步增长



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司“矿石流五环归一”独特工程管理模式，打造高效率、低成本竞争优势。该模式以矿石流为方向，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，以推动项目社会经济效益最大化。一方面，公司矿产资源获取成本较低。依托行业领先的地质勘查能力，面向全球自主找矿勘探，公司总资源量近半为自主勘查；另一方面，高效率开发降低运营成本。公司制定“一企一策”开发策略，有效对低品位、难选冶资源进行综合开发利用，降低投资成本，缩短建设周期，生产运营成本竞争力凸显。在该管理模式下，实现铜 C1 成本和黄金 AISC 成本均位于全球前 20% 分位。

图表9: 矿石流五环归一：统筹 5 环节技术路线，打造高效率、低成本竞争优势

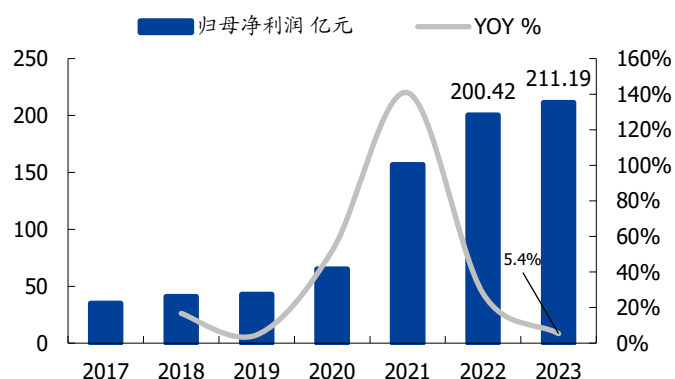


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.5 营收利润持续增长，公司成长性逐步兑现

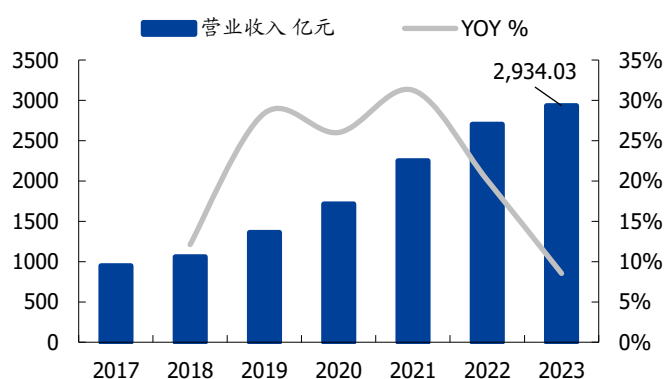
近几年金、铜国际国内市场价格震荡上行，公司产量快速增长，为实现高营收创造可观空间。2021 年，金属价格大幅上行，公司主要铜金产品量价齐升，2022 年公司主要经济指标再创历史新高，全球竞争力显著增强。进入 2023 年，公司实现营业收入 2934 亿元，同比增长 8.5%；实现归母净利润 211.2 亿元，同比增长 5.4%，持续突破 200 亿元以上规模。

图表10: 公司归母净利润规模持续增长, 2022 年起稳定在 200 亿元以上规模



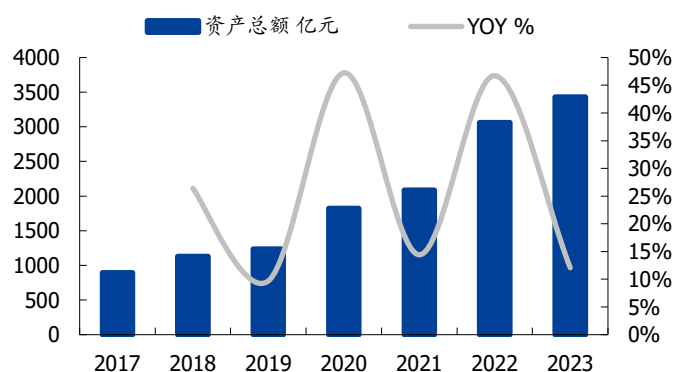
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 公司营业收入保持稳定增长



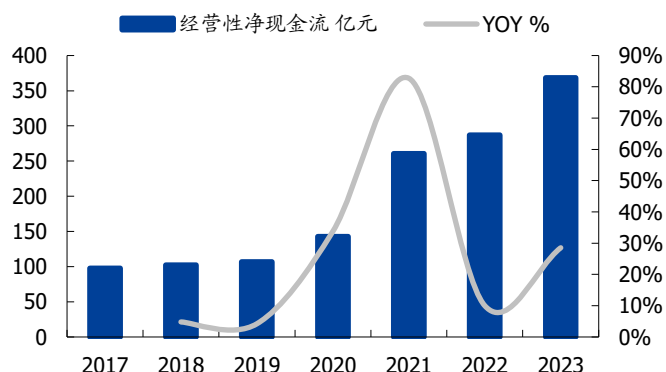
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 公司资产总额持续增长



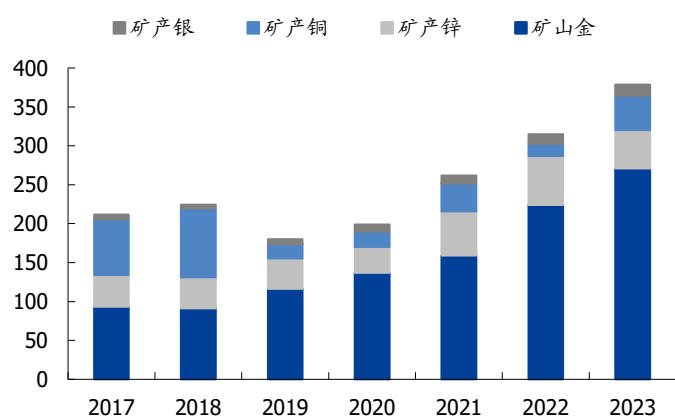
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 公司经营活动净现金流在 2023 年达到 350 亿以上规模



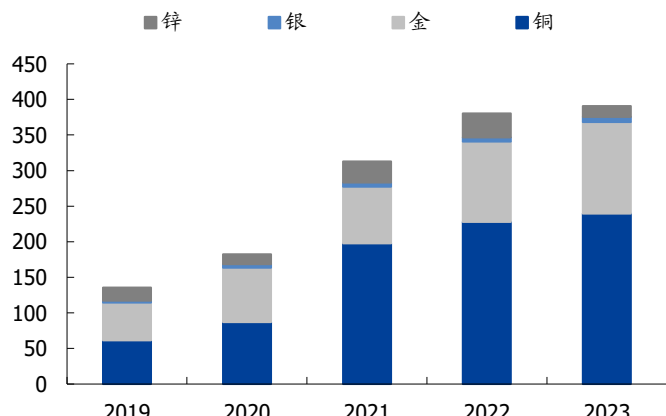
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 矿产主品种中黄金贡献主要营收 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 主品种毛利情况, 其中铜板块贡献最多毛利 单位: 亿元



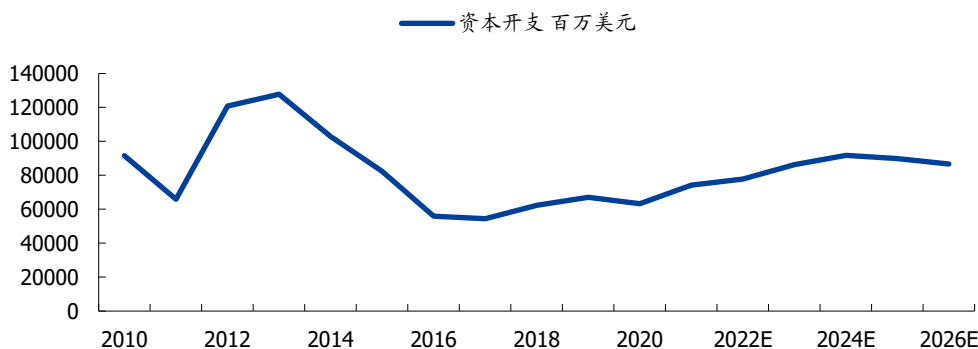
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二. 铜板块：大型铜矿项目 2022 年初显增长趋势

2.1 行业概况：全球铜矿资本开支节奏放缓，行业利润向上游转移

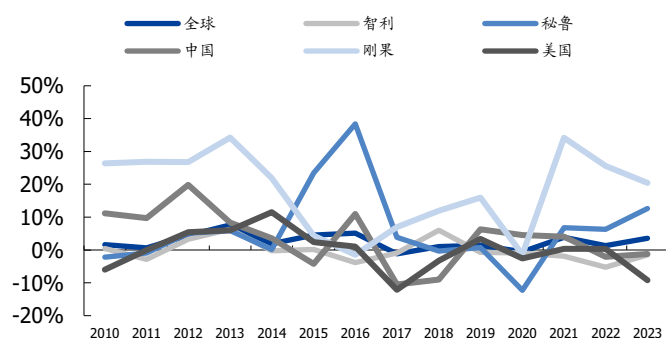
全球铜矿资本开支节奏放缓，矿端供给增量逐步从南美转移向非洲地区。以资本开支周期看，全球铜矿端生产资本开支主要集中在 2011-2013 年，并从 2014 年开始进入下降期。从 2014 年-2024 年 10 年维度看，全球铜矿 CAPEX 并未出现明显的集中投放趋势，单位铜矿开采成本持续上升，而资本开支周期也随着上述不利因素出现而拉长，最终导致尽管铜价中枢持续上移，但铜矿投资节奏却放缓。从铜上游供给增量的地区情况看，过去十年间主要增长点逐渐从南美转移向非洲地区。2023 年，在矿山铜统计口径下，全球产量增量约为 3.6%，南美产铜大国智利矿山铜产量增速为-1.5%，秘鲁增速为 12.7%，而非洲刚果矿山铜在 2021-2023 年产量增速分别为 34.2%/25.6%/20.4%，地域上看未来铜上游供给的主要增量或将从南美转向非洲，但由于非洲基建水平较低，或将进一步延长规划新增供给的建设周期与爬产期。

图表16: 全球主要铜矿企业资本开支 单位: 百万美元



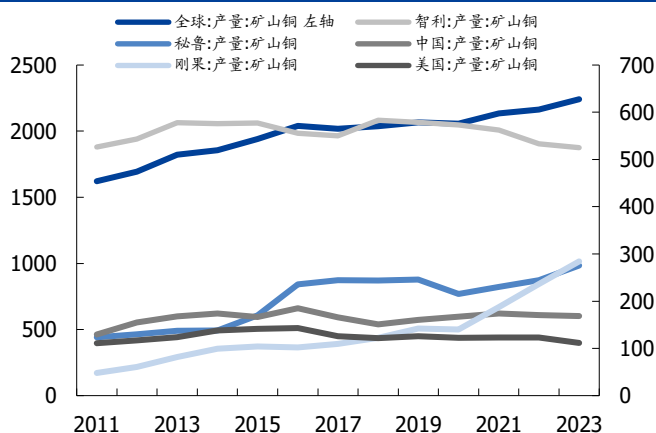
资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

图表17: 全球主要产铜国产量增速 (单位: %)



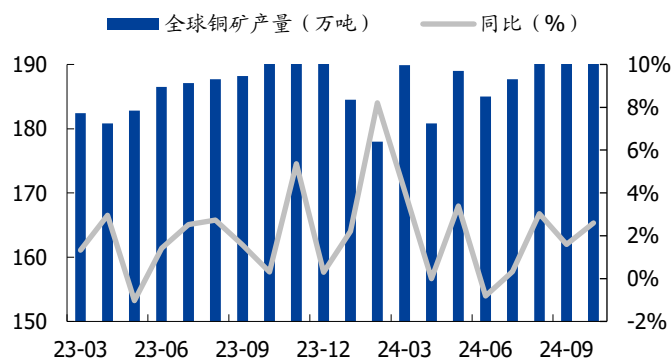
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 全球主要产铜国产量 (单位: 万吨)



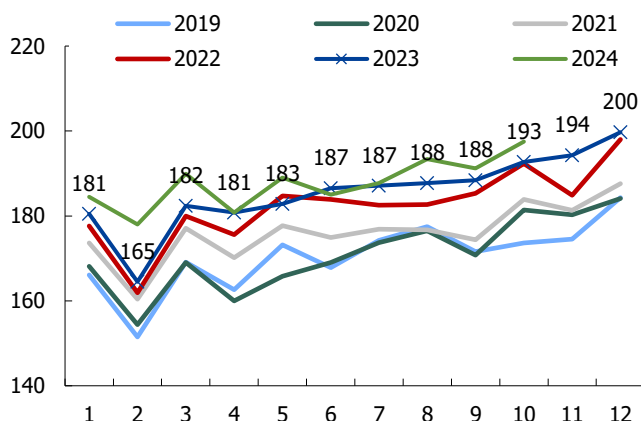
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 2023 年 3 月-2024 年 10 月全球铜矿产量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

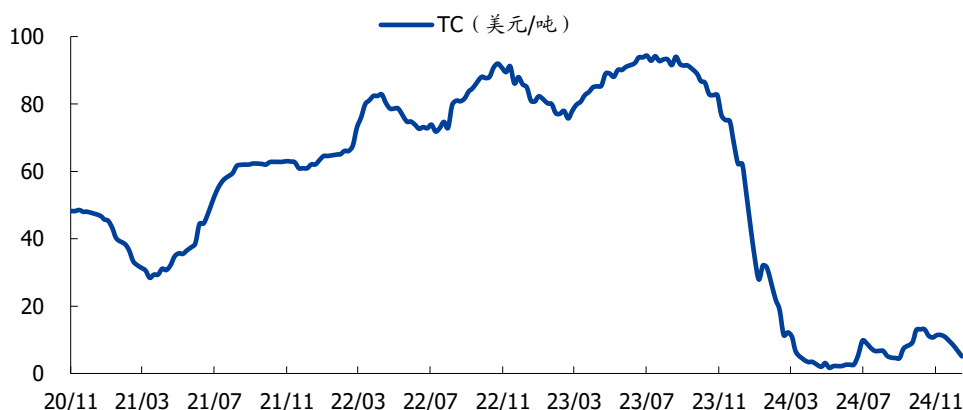
图表20: 全球铜矿产量 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

受制于精矿供给收紧 TC 持续下行, 行业利润向上游集中。进入 2024 年, 全球铜精矿原料供给增速偏缓, 矿端供给紧张短期难缓解。根据最新智利矿业巨头安托法加斯塔 (Antofagasta Plc.) 与中国江西铜业就 2025 年的铜精矿加工精炼费用 (TC/RC) 达成的重要协议, 安托法加斯塔与江西铜业将 2025 年的铜精矿加工费 (TC) 定为每吨 21.25 美元, 精炼费 (RC) 定为每磅 2.125 美分。这一费用水平大幅低于 2024 年的行业标准, 即每吨 80 美元和每磅 8 美分, 同比下降高达 73.4%。值得注意的是, 这一 TC/RC 费用水平将创下自 1992 年以来的新低, 加工费的大幅下移揭示了铜上游矿端供给不足供给中游冶炼产能, 整体矿端供应仍然偏紧, 未来看行业利润有望向上游集中。未来看, 铜矿供给偏紧的格局短期内难以扭转, 或将持续为铜价提供强支撑; 中游看, 需着重关注冶炼产能在上游精矿供给增速放缓的背景下的减产动作及产能出清。

图表21: 铜精矿粗炼费 TC 持续下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

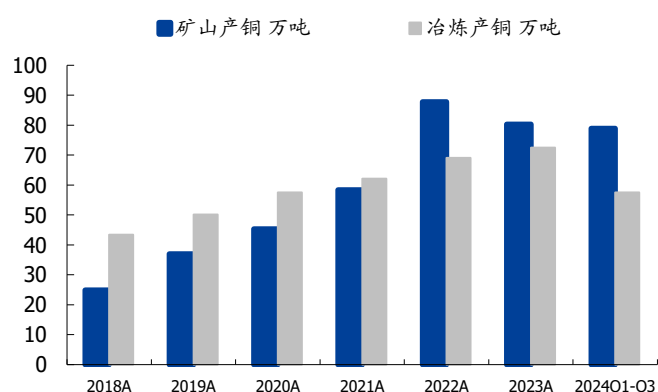
2.2 经营情况：高潜力项目批量落地，铜产品成为当前核心主业

1) 产量方面：公司矿产铜产量自 2018 年的 25 万吨升至 2023 年 80.34 万吨，2018-2023 年 CAGR 增速 26.4%，根据公司《关于未来五年（至 2028 年）主要矿产品产量规划的公告》，预计 2024 矿产铜产量将跨越 110 万吨大关，并在 2028 年实现年产铜量 150-180 万吨水平。从项目并购时点来看，2015 年收购卡莫阿铜矿、2018 年收购波尔铜矿、2019 年收购 Timok 铜矿、2020 年收购巨龙铜矿，均为世界级大型矿山。连续的并购令公司 2019 年后铜矿产量增长明显，公司产量在 2022 年迎来飞跃。

2) 价格&毛利率方面：公司矿产铜板块维持较高毛利率，2024H1 年铜精矿、电积铜、电解铜毛利率分别为 66.97%、49.09%、45.67%，同比提升显著，公司铜板块单吨盈利能力快速增长。冶炼铜主要赚取稳定的加工费，利润贡献较小；同时在全球精矿供给收紧的背景下预计难以为公司提供明显的利润增量，但基于铜产业链利润向上游转移，公司仍有望充分受益。

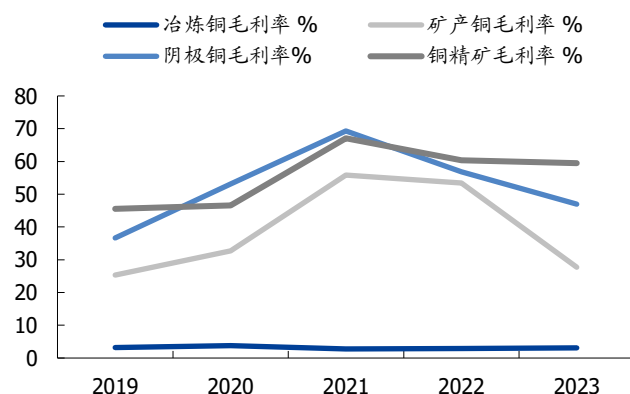
3) 成本方面：公司以矿山开发与冶炼加工为主，产品的销售成本主要包括采矿、选矿、冶炼、矿产品精矿、采购、矿石运输成本、原材料消耗、动力、薪金及固定资产折旧等。2023 年全年，伴随公司高品位铜矿山持续增投产，公司矿产铜精矿、电积铜、电解铜单位销售成本分别为 2.0 万元/吨、2.99 万元/吨、4.31 万元/吨。2023 年较 2022 年成本明显上行的主因在于辅料能源成本上升、矿山品味波动及汇兑损益影响，但全年成本角度看，公司 2023 年铜 C1 成本仍位于全球前 20% 分位。

图表22：2018 年起铜产品产量稳定增长（万吨）



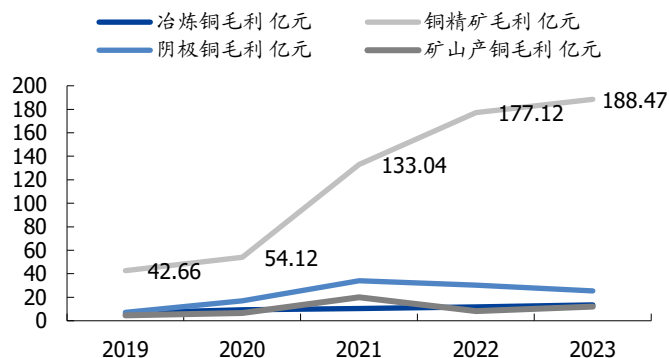
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表23：2019-2023 年公司铜板块分行业毛利情况



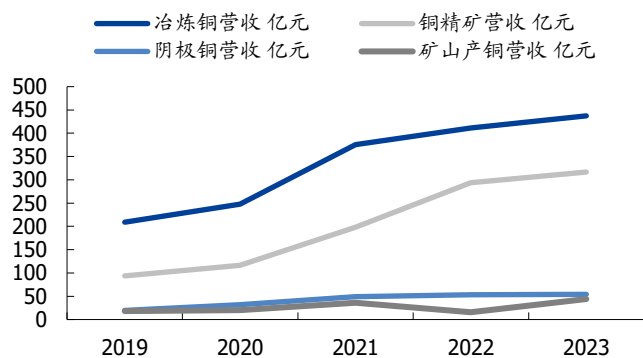
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表24: 公司铜精矿贡献毛利维持较强增长势头



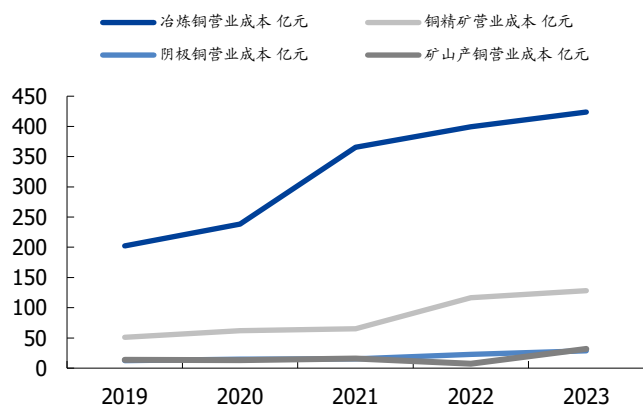
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表25: 冶炼铜营收占比较高但不贡献公司铜板块主要利润



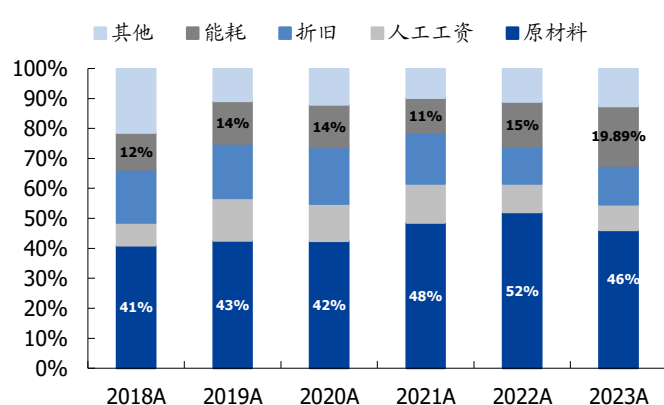
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表26: 公司铜板块分产品营业成本



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表27: 公司铜板块成本拆分, 2023 年生产成本出现较大增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 扩产规划: 三大项目落地增产, 2024 产能延续高增

铜矿未来增量项目集中在新投产项目扩建及部分矿山技改。公司目前拥有 10 个主要铜矿/下属铜业公司, 其中海外 5 项 (塞尔维亚博尔铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿、塞尔维亚 Bisha 铜锌矿、刚果 (金) 卡莫阿铜矿、刚果 (金) 科卢韦齐铜矿), 国内 5 项 (福建紫金山金铜矿、曙光金铜矿、黑龙江多宝山铜矿、新疆阿舍勒铜矿、西藏巨龙铜业)。2021 年至今, 以刚果 (金) 卡莫阿-卡库拉铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿、西藏巨龙铜矿这三大铜矿为核心的铜矿“增长群”加速形成, 铜产量全面增长。

图表28: 公司主要铜矿项目资源量/储量汇总

矿山名称	权益 (%)	资源品位 (%)	总资源量 (万吨)	储量品位 (%)	储量 (万吨)	剩余可采年限 (年)	证照
卡莫阿	45%	2.52	4266	3.91	1816.2	41 年	采矿权 (2042.8.19)
科卢韦奇铜 (钴) 矿	67%	3.30	251.3	2.73	118.6	14 年	采矿权 (2 个) (2024.3.4)
Timok 上带矿	100%	2.43	113.7	2.63	87.8	14 年	采矿权 (2033.6.7)
Timok 下带矿	100%	0.76	1855	0.69	747	36 年	采矿权 (2033.6.7)
博尔铜矿	63%	0.45	1114.2	0.46	670.2	MS 南坑 16 年 MS 北坑 20 年 VK16 年 NC18 年 JM16 年	采矿权 (3 个) (长期有效-无固定期限)
哈马戈泰铜金矿	46%	0.27	340	/	/	19 年	采矿权 (2043.09.27)
巨龙铜矿 (驱龙铜矿 + 知不拉铜矿)	50%	0.31	1927.1	0.26	1568.2	巨龙铜矿 43 年 知不拉 15 年	采矿权 (2039.5.20) 采矿权 (2043.12.30)
多宝山-铜山铜矿	100%	0.45	216.0	0.38	91.8	15 年	采矿权 (2029.2.26) 采矿权 (2039.1.6)
紫金山铜金矿	100%	0.49	112.0	0.35	68.0	露采 9 年 地采 4 年	采矿权 (2043.6.13)
阿舍勒铜矿	51%	1.84	54.5	1.74	43.7	14 年	采矿权 (2031.2.3)
白河铜矿	51%	0.47	1131.9	/	/	28 年	探矿权 (2038.12.31)
曙光金矿	100%	0.16	4.3	0.14	0.9	1 年	采矿权 (2025.8) 采矿权 (2023.5)
碧沙锌 (铜) 矿	55%	1.03	75.9	1.14	29.4	5 年	采矿权 3 个 (2028.5.25) (2032.10.6) (2032.10.14); 探矿权 3 个 (2024.7.16) (2026.7.25) (2025.2.11)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表29: 公司主要矿山产量 单位: 万吨

	集团持有权益	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
刚果（金）科卢韦齐铜矿	72%(2024 年中报为 67%)	8.4	11.4	12.1	12.8	12.7	4.5
黑龙江多宝山铜矿	100%	7.1	10.1	10.9	11	11.1	5.7
福建紫金山金铜矿业	100%	7.8	8.1	8.5	8.6	8.6	4.4
塞尔维亚紫金铜业（波尔铜矿）	63%	4.4	5.2	6.6	9.3	10	5.9
刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿	39.6% 44.98%（2022 年报起）	-	-	4.2	15	17.7	8.4
新疆阿舍勒铜矿	51%	4.4	4.5	4.5	4.4	4.4	/
厄立特里亚Bisha 铜锌矿	55%	1.6	2.2	2	1.7	1.8	/
吉林珲春紫金	100%	1.7	1.4	1.3	1.2	1.2	/
西藏巨龙铜业	50%	-	-	1.6	11.5	15.4	8.1
丘卡卢-佩吉铜金矿	100%	-	-	-	11.1	13.9	9
其他矿山合计		1.7	2.4	1.1	1	1.2	5.8
总计		37	45.3	58.4	87.7	100.7	51.9

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

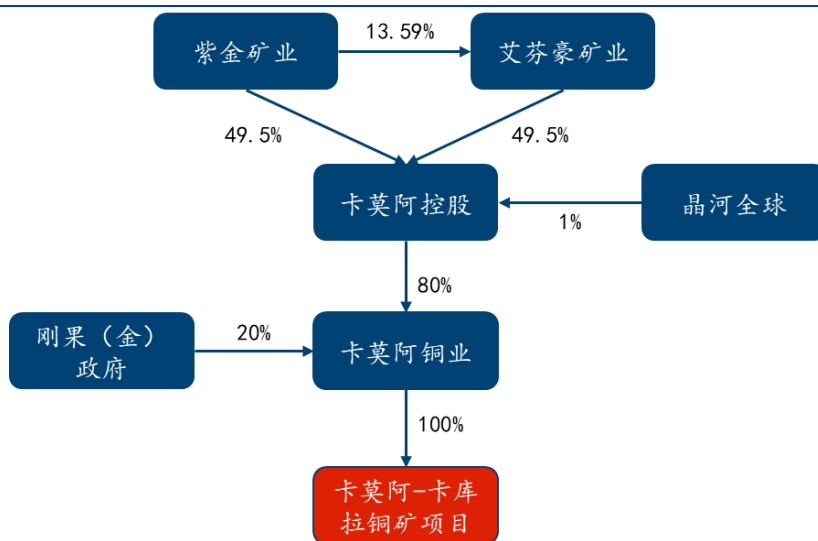
2.4 未来重点项目：海外铜矿项目迸发，稳固公司铜业龙头地位

2.4.1 卡莫阿超大型铜矿年产能扩张至 60 万吨，助力铜产能跨越增长

刚果（金）卡莫阿铜矿为世界第四大高品位铜矿，产能建设持续扩张。刚果（金）卡莫阿铜矿保有资源储量达 4266 万吨，平均品位 2.52%，目前基础储量 1816 万吨，平均品位高达 3.91%。该矿采矿权直至 2042 年，有利公司拥有长期稳定的铜矿开采资源。超大型铜矿刚果（金）卡莫阿铜矿加速建成，将成为公司铜板块新增长极、未来重要的铜矿基地。

公司间接拥有卡莫阿-卡库拉铜矿 45%股权。2015 年 5 月公司与艾芬豪矿业、晶河全球三方签署刚果（金）卡莫阿铜矿项目的股权收购协议，获得艾芬豪矿业旗下卡莫阿控股 49.5%股份，其拥有卡莫阿铜业 80%权益，刚果金政府持有剩余 20%。卡莫阿铜业拥有卡莫阿-卡库拉矿区采矿权，有效期限至 2042 年。公司通过参股卡莫阿控股与艾芬豪，合计持有卡莫阿铜矿 45%权益。

图表30: 公司间接拥有卡莫阿铜矿 45%股权



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

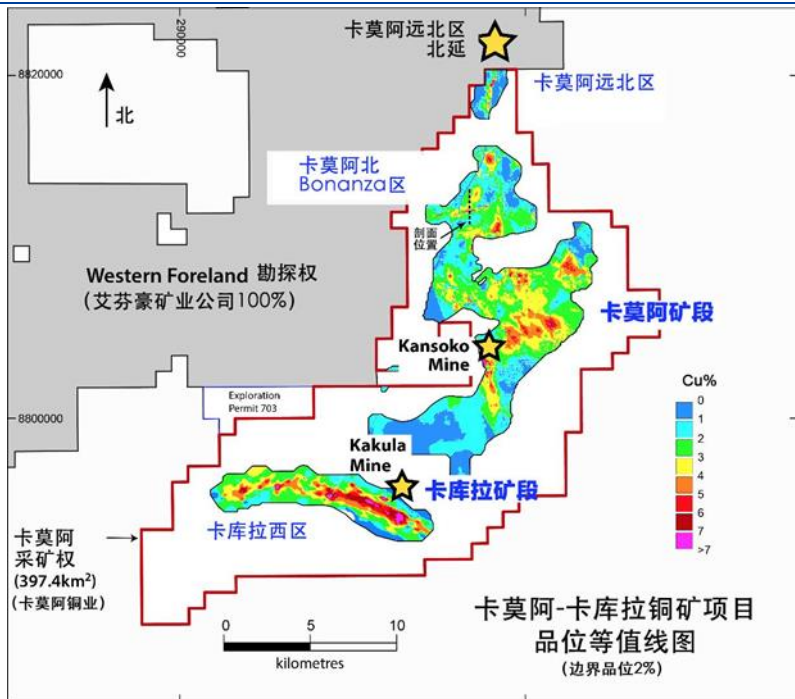
图表31: 卡莫阿-卡库拉项目开发历程

时间	事件
2015.03	公司下属全资子公司锐雄发展收购艾芬豪9.9%A类股，作价约合5亿元
2015.05	公司下属全资子公司金山香港收购艾芬豪全资子公司艾芬豪矿业美国公司原全资子公司卡莫阿控股公司49.5%股权，卡莫阿控股持有卡莫阿铜业95%权益(刚果(金)政府持有剩余5%，为不可稀释部分)，卡莫阿铜业持有卡莫阿铜矿项目。交易对价4.12亿美元(约合25.2亿元)。根据协议，艾芬豪矿业美国公司将其持有的卡莫阿控股1%股权转让给晶河全球公司。在安排了项目开发第一阶段项目融资后，公司有权收购晶河全球公司持有的1%股权
2015.05	2015年非公开发行股票，拟投入25.2亿元募集资金用于收购卡莫阿铜矿项目
2015.12	2015年12月8日，公司完成卡莫阿项目交割
2016.10	卡莫阿矿区资源量更新，铜资源量增至3334万吨
2016.11	卡莫阿控股向刚果(金)政府转让卡莫阿铜业300股A类股份，占卡莫阿铜业15%权益。转让完成后，卡莫阿控股持有1,600股A类股份，占80%；刚果(金)政府持有300股A类股份，100股B类股份(不可稀释股份)，合计占20%。
2018.02	按加拿大2014CIM标准更新资源量，资源量增至4249万吨
2019.10	公司通过全资子公司金山香港收购其他股东持有的艾芬豪9.8%股权，对价1.94亿加元(约合10.3亿元)，交易完
2020.02	发布项目资源量更新公告，铜资源量增至4369万吨
2021.05	卡库拉-卡库拉铜矿项目一期第一序列项目提前投产，年处理矿石量380万吨，折铜金属量20万吨
2022.03	二期年处理380万吨选厂提前4个月投产
2024.05	三期采选工程于2024年5月26日提前建成投产，年矿石处理总量将达到1,420万吨，铜产量将提升至60万吨，晋升
2025.02	年产50万吨阳极铜铜冶炼厂计划于2025年2月竣工投产

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

卡莫阿-卡库拉矿山为世界第四大高品位铜矿，5 年增储 80% 凸显矿山成长性。区位优势方面，项目位于刚果（金）加丹加省，距离科卢韦齐镇以西约 25 公里。电力供应方面，艾芬豪与刚果（金）国家电力公司签订融资协议用于修缮当地水力发电站，完成改造后将获得用电供应，满足项目电力需求。资源方面，自 2015 年公司收购卡莫阿项目起，公司先后勘探发现卡库拉矿区、卡莫阿北富矿脉、卡莫阿远北区等高品位矿体，铜保有资源量增至 2020 年的 4369 万吨，高品位矿段陆续勘出显著延长矿山服务年限，矿山成长性凸显。

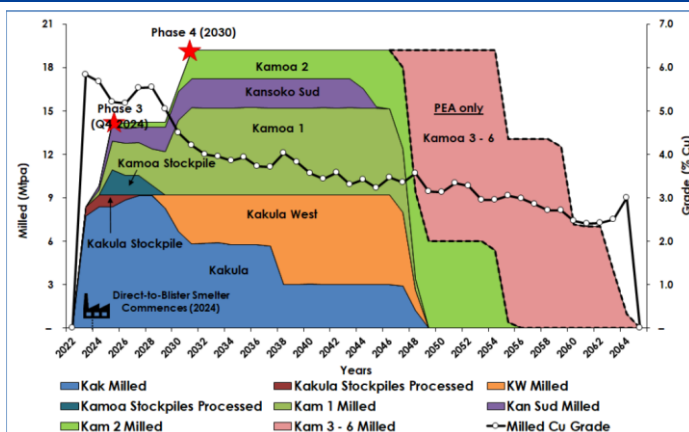
图表32: 公司连续勘出高品位矿体，显著提升项目开采寿命



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

配套超高品位资源禀赋，已建成 60 万吨年产能。产能建设: (1) 项目一期设计产能年处理矿石 380 万吨，铜金属量 20 万吨，2021 年 5 月底已实现投产; (2) 2022 年上半年二期项目选厂投产，年处理矿石量上升至 760 万吨/年，铜金属年产量扩大至 40 万吨/年; (3) 一二期联合技改扩建完成，年产能达 45 万吨; (4) 三期采选工程于 2024 年 5 月 26 日提前建成投产，年矿石处理总量将达到 1420 万吨，铜产量将提升至 60 万吨，晋升为全球第四大铜矿; (5) 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。

图表33: 卡莫阿-卡库拉铜矿长期发展规划

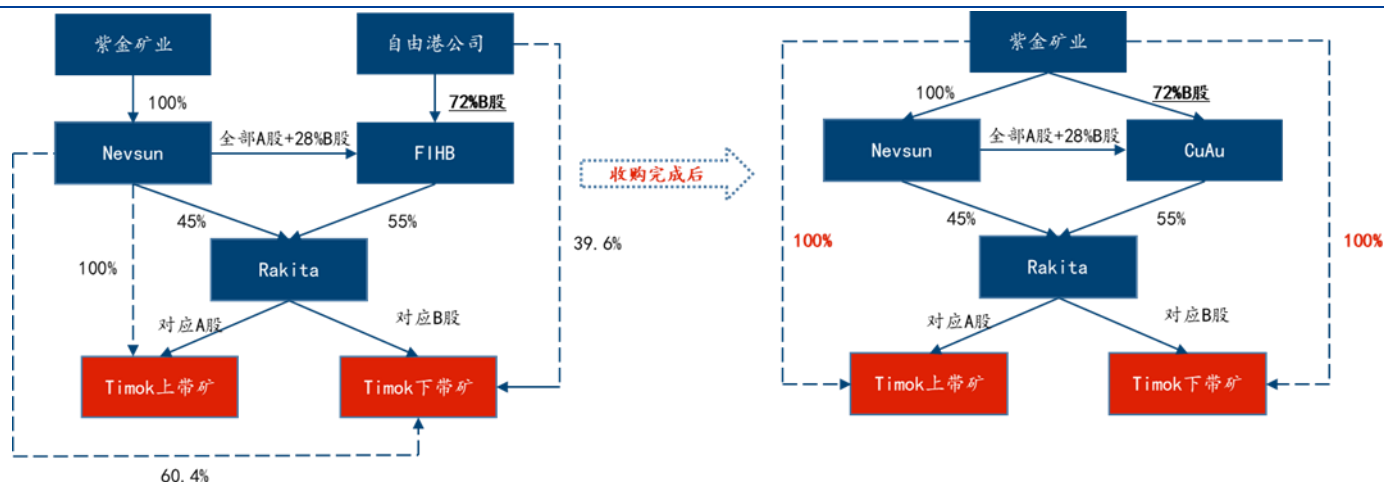


资料来源: OreWin (2023), 国盛证券研究所

2.4.2 塞尔维亚 Timok（佩吉）铜金矿高品位上带矿于 2021 年投产

公司于 2018 至 2019 年间先后收购 Timok 铜金矿（又名佩吉铜金矿）上、下带矿 100% 权益：于 2018 年 9 月要约收购 Nevsun100%股权，对价约 95 亿元，获得 Timok 铜金矿上带矿 100%权益；后于 2019 年 11 月开始，以 2.4 亿美元完成自由港勘探公司持有的 CuAu72%B 类股份，获得 Timok 铜金矿下带矿 100%权益及 Rakita 持有的外围五宗探矿权的权益。

图表34: Timok 金铜矿项目股权结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

Timok 铜金矿资源储量丰富，下矿带品位较低，适用于自然崩落法。丘卡卢-佩吉铜金矿为世界级铜金矿山，上部矿带为高品位块状铜金矿，下部矿带为超大型斑岩型铜矿；其中上部矿带在产+技改扩建，下部矿带在建。资源量方面，上部矿带：铜 114 万吨@2.43%，金 58 吨@1.25 克/吨；下部矿带：铜 1855 万吨@0.76%，金 385 吨@0.16 克/吨。

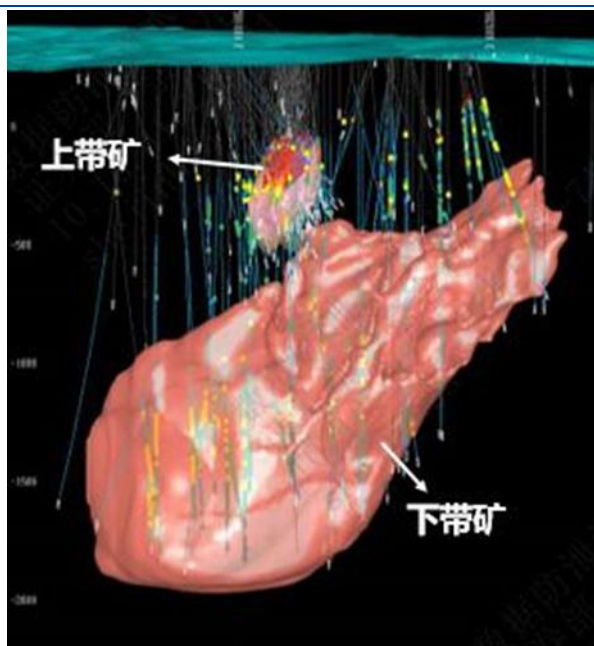
上部矿带建成投产，目前正在推进 1.2 万吨/天规模选厂提升至 1.5 万吨/天技改，建成达产后，预计年均矿产铜超 9 万吨、矿产金约 2.5 吨，其中年产量峰值预计矿产铜约 15 万吨、矿产金超 4 吨。下部矿带采用自然崩落法大规模开发已完成预可研设计，正加快证照办理。至 2025 年，丘卡卢-佩吉铜金矿、博尔铜矿综合体将全面完成改扩建工程，届时铜矿产能有望联合达到 30 万吨/年。

图表35: Timok 项目开发历程

时间	事件
2018.09	公司全资子公司金山香港收购Nevsun100%股权，对价18.4亿加元（约合95.3亿元）。Nevsun持有Bisha铜锌矿60%，Timok铜金矿上矿带100%，下矿带60.4%权益
2019.11	收购自由港持有的CuAu72%的B类股份，从而100%持有Timok铜金矿上、下带矿资源的全部权益
2019.12	2019年12月28日完成交割取得Timok上下矿带100%权益
2020.06	2020年公开发行A股可转债，募资21.8亿元用于Timok上矿带采选工程建设，总投资33.6亿元
2021.10	上部矿带采选工程于2019年初开始动工，历经两年半左右时间完成工程建设任务，于2021年6月进入试生产阶段，10月正式投产

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表36: Timok 上带矿顶部为超高品位铜矿, 下带矿为大型斑岩铜矿

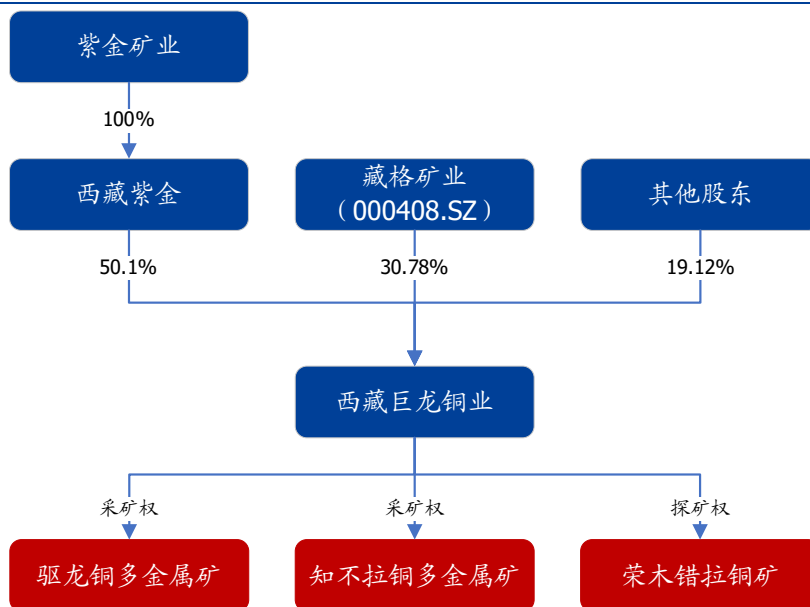


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.4.3 西藏巨龙世界级超大型铜矿, 2021 年底实现投产

控股巨龙铜业, 获得驱龙铜多金属矿等三个矿区 50.1%权益。2020 年公司公告通过全资子公司西藏紫金以 3.9 亿元收购西藏巨龙铜业 50.1%股权, 藏格矿业参股 30.8%。巨龙铜业持有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜矿和知不拉铜多金属矿三个矿权。其中, 驱龙铜多金属矿已取得采矿权证, 有效期至 2037 年。

图表37: 公司间接持有驱龙铜多金属矿等三个矿区 50.1%权益



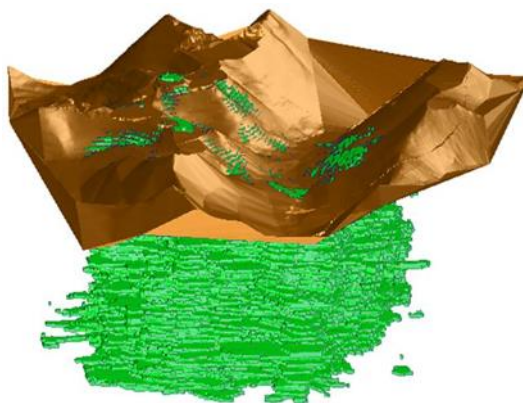
资料来源: 紫金矿业公司公告, 藏格矿业公司公告, 国盛证券研究所

驱龙铜矿为国内最大的斑岩型铜矿之一, 一期工程于 2021 年底投产。交通方面, 项目位于西藏墨竹工卡县城西南直距约 20 公里处, 向北沿简易公路行 30 公里到 318 国道, 交通较为便利。资源情况, 驱龙铜矿、荣木错拉铜矿是同一斑岩铜矿体, 后合并为同一矿权, 更名为巨龙铜矿; 知不拉铜多金属矿为矽卡岩型铜矿, 合计保有铜资源量 1927 万吨@0.31%; 该矿存在大量品位在 0.2%左右的低品位铜矿资源, 资源总量(按 0.15%边

界品位)超过 2000 万吨。产量规划方面，一期 15 万吨/日改扩建工程正在推进。二期改扩建工程获有关部门核准，2024 年将全面开工建设，计划 2025 年底建成投产，达产后整体年采选矿石量将超过 1 亿吨，一二期联合年总矿产铜将达 30-35 万吨，将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。

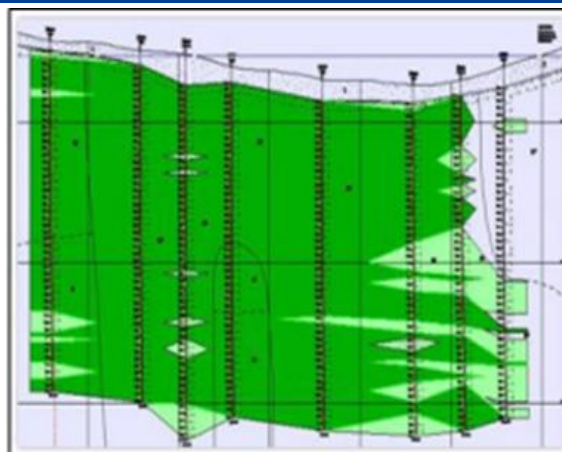
巨型高海拔露天矿，产能快速爬升彰显“紫金速度”。巨龙铜矿位于高海拔地区，西藏墨竹工卡县的地理环境给开采带来诸多技术难题；此外，由于矿石总体品位相对较低，项目效益对金属价格波动较为敏感，同时也对矿山建设与运营成本控制能力提出了更高要求。2020 年 7 月紫金矿业入驻并复工后，积极推进巨龙铜业一期工程。在地方党委政府的大力支持下，解决了诸多历史遗留问题，完善了生产手续。2021 年 10 月底，一期工程选矿系统联动试车，12 月 27 日正式投入生产，顺利实现了 2021 年底建成投产的总目标。

图表38: 驱龙铜多金属矿&容木错拉铜多金属矿矿体赋存条件图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表39: 驱龙铜多金属矿 10 号勘探线剖面



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三. 金板块：大批增量项目提产扩能，夯实利润重要贡献点

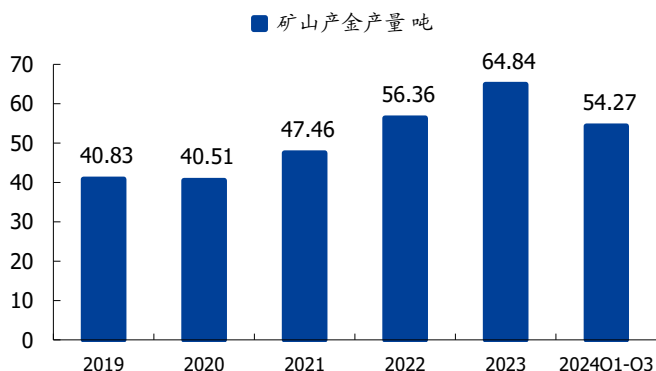
3.1 经营情况：2024H1 公司矿产金维持增长，矿产金毛利维持高位

1) 产量: 2024H1 矿产金产量 35.41 吨, 同比增长 9.5%; 冶炼加工及贸易金 113.85 吨, 同比下滑 5.1%。主要增量在于萨瓦亚尔顿金矿 240 万吨/年采选和 5 吨/年黄金冶炼项目如期建成投产。展望未来, 2022 年内公司落地包括 Rosebel、招金矿业、山东海域金矿等收储事项, 其中 Rosebel 和海域金矿建成达产后可增加公司年产金量约 25-30 吨, 公司矿产金增产步伐有望加快。

2) 价格&毛利: 受益于金价上涨, 公司近三年矿产金业务盈利能力维持高位运行, 2024H1 金锭产品毛利率水平保持 40% 以上, 金精矿毛利率接近 68%, 同比均显著走强, 充分受益于 2024 年内金价走强。冶炼加工及贸易金毛面, 公司主要赚取稳定加工费, 毛利率维持 0.4% 左右水平。

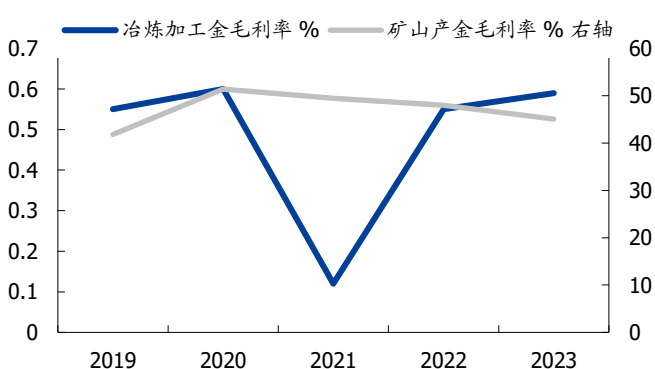
3) 成本方面: 公司矿山产金成本呈合理上行趋势, 2024H1 矿产金锭、金精矿销售成本分别为 284.78/151.50 元/克, 同比+4.90%/-2.50%, 冶炼金单克成本上行较为显著, 2024H1 录得 512.85 元/克, 同比增长接近 20%。随着武里蒂卡技改项目及 Rosebel、海域金矿项目高品位矿陆续投产放量, 公司金版块成本有望维持低位运行。

图表40: 公司矿山产金量维持增长



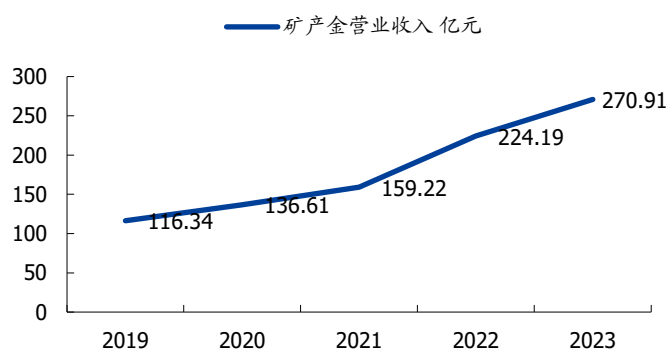
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表41: 公司近 5 年矿产金毛利率维持在 45%-52% 区间



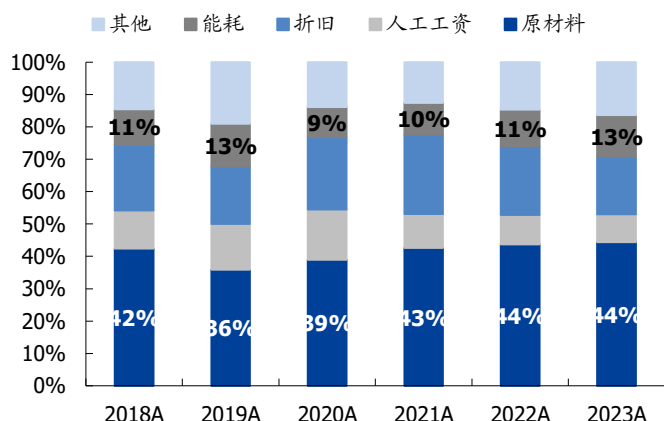
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表42: 伴随产能释放与金价走强, 5年内公司矿产金收入实现翻倍



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表43: 公司矿产金成本构成拆分, 可变成本中能源占比提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 扩产规划: 2019-2022 集中并购, 矿产金规模再上台阶

公司于 2019 年-2022 年集中并购多家金矿, 金资源量稳步增厚。公司于 2019 年-2022 年进行了圭亚那奥罗拉金矿、武里蒂卡金矿、萨瓦亚尔顿金矿、山东海域金矿、苏里南 Rosebel 金矿、招金矿业的并购项目, 黄金资源量大幅提高。待项目建设开始投产, 将迎来资源量向产量的快速转化, 产量增长未来可期。

技改项目: 1) 山西紫金 2020 年 6 月完成增储, 新改扩建 6000t/d 工程, 达产后新增矿产金 3~4 吨;

武里蒂卡金矿技改扩建, 达产后产能从 3000t/d 提升至 4000t/d, 年产金将增加至 9.1 吨;

陇南紫金李坝金矿 2020 年获得采矿权证, 2020 年底实现带料联动试车, 采选规模 10000t/d, 达产后年产金 4~5 吨, 已于 2023 年投产。

新增项目: 1) 新疆萨瓦亚尔顿金矿: 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, 2024 年 240 万吨/年采选和 5 吨/年黄金冶炼项目如期建成投产; 2) 山东海域金矿: 达产后预计年产金 15-20 吨, 有望晋升为中国最大黄金矿山; 3) 南美 Rosebel 金矿: 苏里南罗斯贝尔金矿改扩建工程建成达产后有望形成年产金 10 吨产能。

图表44: 公司黄金资源梳理

矿山名称	品种	权益比例	资源量 (金属量)			品位 %	储量 (金属量)			品位 %	资源剩余可开采年限	许可证 / 采矿权 有效期
			探明 + 控制 (千克)	推断 (千克)	合计 (千克)		证实 (千克)	可信 (千克)	合计 (千克)			
水银洞金矿	金	56%	96283	84569	180852	5.13	27779	36005	63784	5.05	簸箕田23年 水银洞8年 太平洞15年	采矿权3个 (2032.12.13)、(2034.04)、(2033.07) 探矿权1个 (2026.5.3)
萨瓦亚尔顿	金	70%	27113	32950	60063	2.58	10547	11686	22233	2.67	25年	采矿权 (2024.12.24)
曙光金矿	金	100%	5171	1093	6264	0.23	1237	275	1512	0.23	1年	采矿权 (2025.8) 采矿权 (2023.5)
诺顿金田	金	100%	231844	123911	355755	1.14	13428	116990	130418	0.79	9年	168个采矿权, 8个勘查许可证, 27探矿权 (均在有效期内)
吉劳、塔罗金矿	金	70%	71148	26157	97305	1.91	27725	30578	58302	1.68	3年 (吉劳) 12年 (塔罗)	采矿权 (2个) (2027.10.31) 采矿权 (2个) (2028.11.29)
左岸金矿	金	60%	40572	3553	44125	3.94	7005	29332	36336	3.82	10年	采矿权 (2026.1.5)
波格拉金矿	金	24.50%	316078	101551	417629	3.6	17771	139633	157404	4.91	20年	采矿权 (2043.10.13)
海域金矿	金	44%	249659	312475	562134	4.18	81480	130730	212210	4.42	地采23年	采矿权 (2036.07.21)
义兴寨金矿	金	100%	75027	34029	109056	1.78	41755	24323	66078	1.89	17年	采矿权2个 (2033.10.28)、(2024.11.14) 探矿权1个 (2026.04.14)
陇南紫金	金	84.22%	49450	87421	136871	2.07	14307	63173	77480	2.02	李坝24年 杜家沟2年 金山9年	采矿权3个 (2047.2.17) (2024.10.20) (2032.6.15) 探矿权2个 (2026.11.3) (2025.12.27)
武里蒂卡金矿	金	69.28%	185100	127200	312300	6.75	27580	64360	91940	7.2	13年	采矿权 2043.3.19)
罗斯贝尔金矿	金	95%	176009	17085	193094	1.22	5863	96192	102055	1.12	18年	采矿权 (2042.05)
奥罗拉金矿	金	100%	120685	63124	183809	2.54	7049	75524	82573	2.38	露采6年 一期地采13年	采矿权 (2031.11.18)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 未来重要项目: 2022 批量储备黄金资源, 远期贡献强利润增长

3.3.1 武里蒂卡金矿: 全球超高品位大型金矿, 技改完成后实现年产金 9.1 吨

2019 年收购哥伦比亚武里蒂卡金矿, 现持有 69% 权益。2019 年 12 月, 公司公告拟以现金方式收购大陆黄金 (Continental Gold Inc.) 100% 股权, 实际收购总对价约为 13.3 亿加元, 2020 年 3 月完成交割。大陆黄金为一家哥伦比亚领先的大型金矿公司, 核心资产为哥伦比亚安蒂奇省的武里蒂卡 100% 权益。公司通过全资子公司金山香港在香港设立紫金美洲作为交易主体, 并引入合作方参股紫金美洲。目前公司间接持有武里蒂卡金矿 69.28% 权益。

- 除武里蒂卡金矿外, 大陆黄金还在项目周边拥有采矿权 12 宗, 探矿权 1 宗; 在北部柏林地区拥有采矿权 1 宗、探矿权 5 宗; 在西部 Choco 省的多呼拉地区有探矿权 2 宗; 在南部 Cauca 省的多米尼卡地区有探矿权 4 宗。以上矿权均位于安第斯成矿带中, 具备增储潜力。

矿山地理位置优越、矿权长期, 具备良好的找矿前景。① 当地气候宜人、面积广阔: 武

里蒂卡位于安第斯山脉地区（矿区主体海拔 1100-1700 米），年均温度 16-27℃，矿权面积 617km²；②交通便利、基础设施方面建设完备：矿区距离哥伦比亚第二大城市麦德林市约 72 公里，水利、电力、劳动力供应充足，矿区西侧通泛美公路，4 公里柏油路直达矿山；③矿权长期、具备探矿潜力：武里蒂卡金矿采矿权有效期至 2041 年（到期后还可再续 30 年），主矿体在边部和深部均呈现开放状态，仍有增储潜力，外围有较大面积高值岩石和土壤金、铜、钼等元素地球化学异常和成矿地质条件，具备较好找矿前景。

图表 45：武里蒂卡金矿西部至具有安第斯地质特征，成矿条件好



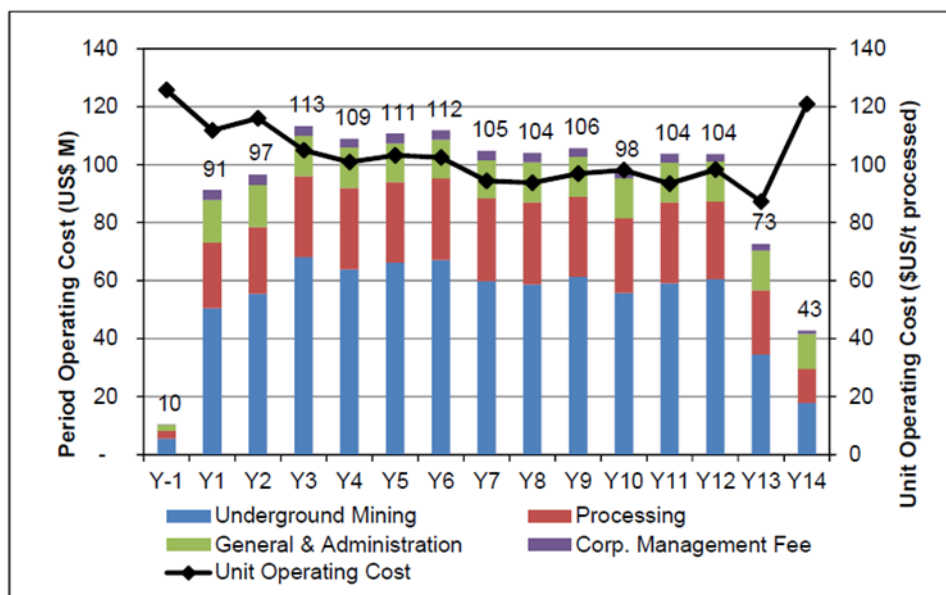
资料来源：大陆黄金 NI43-101 技术性报告（2019.3 公布），国盛证券研究所

武里蒂卡金矿为全球大型超高品位金矿，勘查和开发程度相对较低。根据大陆黄金于 2019 年 3 月公布的 NI43-101 报告，武里蒂卡金矿拥有金探明+控制+推断资源量 352.71 吨，平均品位 9.3 克/吨，矿山为地下开采，采选冶工艺选用孔空场法采矿&重选&氰化浸出-锌置换，实现金回收率 90.8-94.1%，银回收率 57-59%。

项目建设：技改项目规划建成 9.1t/a 矿产金产能，投产后将成为哥伦比亚最大的独立金矿。项目设计的第一期服务年限为 14 年，年均产金 7.8 吨，产银 14.5 吨（其中前 5 年年均产金 8.8 吨，产银 15.4 吨）。自 2020 年 3 月初交割以来，武里蒂卡金矿建设项目按期顺利实施，并于 2020 年 10 月竣工投产，当年即实现产金 2.2 吨。

开采成本：根据大陆黄金 NI43-101 技术性报告，项目单位现金成本为 411 美元/盎司，全维持成本约为 492 美元/盎司（如考虑前期建设费用，则全维持成本为 604 美元/盎司）。

图表46: 武里蒂卡金矿矿山寿命内运营成本情况



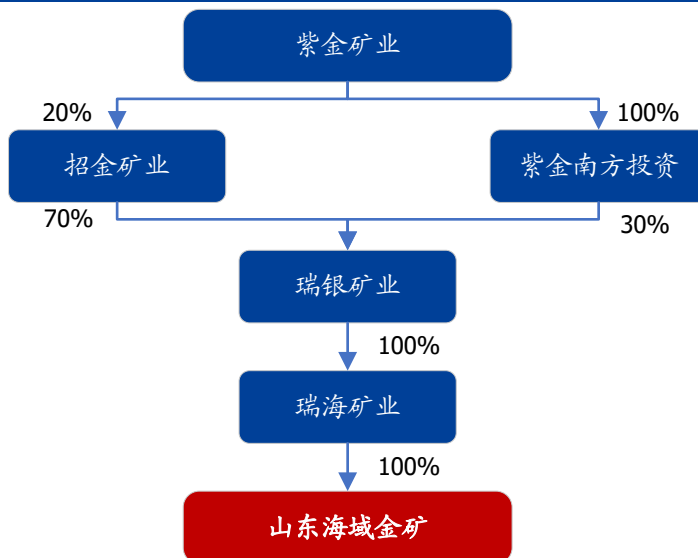
资料来源: 大陆黄金 NI43-101 技术性报告 (2019.3 公布), 国盛证券研究所

3.3.2 山东海域金矿: 国内最大单体金矿, 达产后预计年产量 15-20 吨, 增储潜力巨大

2022 年 10 月收购山东海域金矿, 间接持有 44%权益。瑞银矿业全资子公司瑞海矿业持有山东省莱州市三山岛北部海域金矿 100%权益。2022 年 10 月 11 日公司公告通过全资子公司紫金南方投资收购博文矿业持有的瑞银矿业 30%股权, 对价 39.8 亿元; 2022 年 11 月, 公司通过金山香港以 40.6 亿元收购招金矿业 20%股权。**通过完成上述两项交易, 公司间接持有山东海域金矿 44%权益。**

- 目前瑞海矿业已取得采矿许可证、生产规模 396 万吨/年, 项目核准、环评批复、节能批复及安全设施设计审查批复, 证照基本齐全, 矿权有效期至 2036 年 7 月。

图表47: 公司间接持有山东海域金矿 44%权益

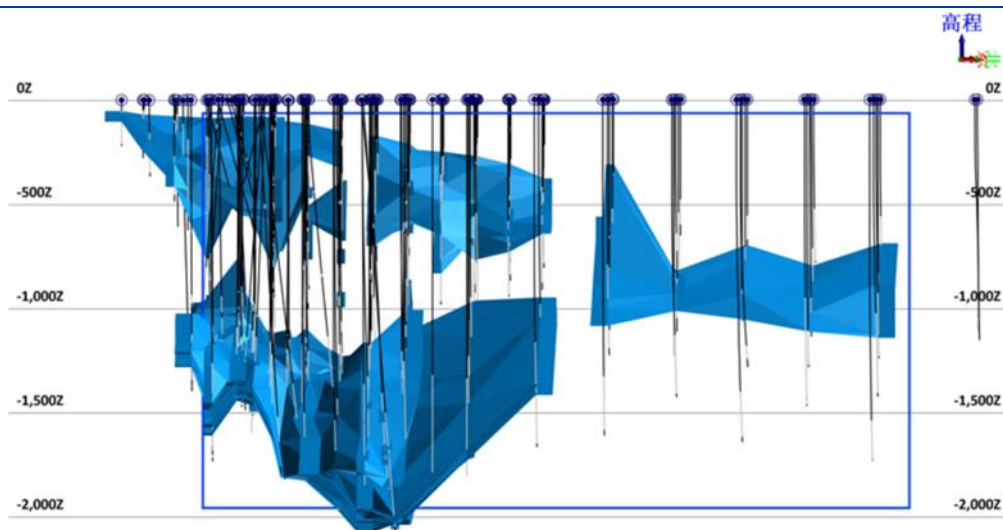


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

山东海域金矿为国内首个海上发现金矿, 增储潜力巨大。海域金矿位于山东省莱州市北部, 距城区 26 公里, 周边基础设施完善、水陆交通便利、电力供应充足。矿区所在地为渤海湾胶东地区一级成矿带三山岛-仓上断裂成矿带, 是全球知名的黄金矿山富集区和国内最重要的黄金产业基地, 成矿地质条件优越。探明至今, 矿区黄金资源量已新增约百吨, 目前矿体勘探范围内深部仍未封闭, 探矿增储潜力显著。依据 JORC 标准, 海域金

矿目前保有黄金资源量 562 吨，平均品位 4.20 克/吨；其中储量 212 吨，平均品位 4.42 克/吨。

图表48: 海域金矿剖面图，矿体勘探范围内深部仍未封闭，探矿增储潜力非常显著



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

项目预计于 2025 年建成投产，达产后预计年产金 15-20 吨。因该矿床为海底超深井矿，开采深度达-60.0 米至-1,956 米，在采矿方面有较大挑战。但海域金矿岩体总体稳固性较好，有一定厚度的海底泥质沉积物起到隔水作用和矿体顶板稳定性，为项目开采提供了有利条件。采选工艺，海域金矿采矿方法拟采用充填法，采选规模为 12,000 吨/日，生产规模 396 万吨/年；选矿方法拟采用粗碎-半自磨+顽石破碎-浮选流程，选矿回收率可达 97%，产品为金精矿，委托附近冶炼厂加工成合质金。开采方案，根据 2021 年初步设计方案，项目建设总投资约 60 亿元，截至目前已投资约 14 亿元。项目计划于 2025 年建成，达产后年矿产黄金约 15-20 吨，服务年限 23 年，早期开采高品位矿体（约 6 克/吨）。开采成本，达产后年均单位矿石采选总成本预计为 340 元/吨，经济效益显著。

图表49: 山东海域金矿资源储量情况

类别	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	金资源量 (吨)
资源量			
探明	15.343	6.25	95.86
控制	36.028	4.27	153.80
探明+控制	51.370	4.86	249.66
推断	82.643	3.78	312.71
储量			
证实的	14.345	5.68	81.48
概略的	33.686	3.88	130.73
合计	48.031	4.42	212.31

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

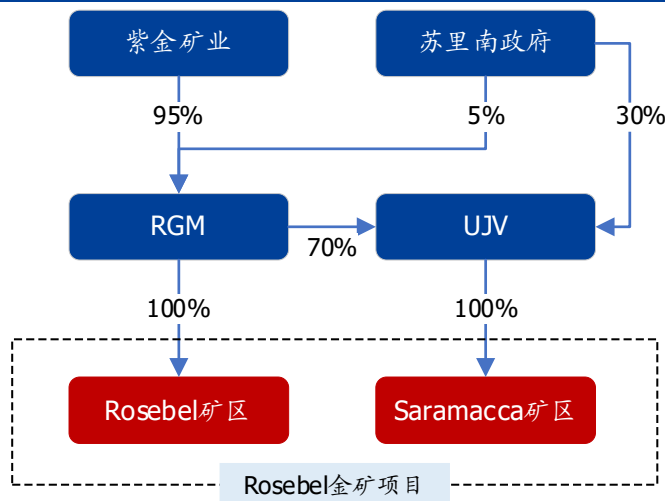
3.3.3 苏里南 Rosebel 金矿：年产金超 10 吨的成熟在产金矿，增量贡献立竿见影

2022 年 10 月收购南美洲苏里南世界级大型在产 Rosebel 金矿项目，对价 26 亿元。2022 年 10 月 19 日，公司公告拟通过境外全资子公司 Silver Source Group Limited 以 3.6 亿美元(约合人民币 25.59 亿元)收购伦交所上市公司 IMG (IAMGOLD Corporation) 持有的 RGM (Rosebel Gold Mines N.V.) 95% 的 A 类股份股权和 100% 的 B 类股份股权，RGM 持有苏里南 Rosebel 金矿项目。该金矿项目包括 Rosebel 矿区和 Saramacca 矿区，其中 RGM 持有 Rosebel 100% 权益；持有 Saramacca 70% 权益，剩余权益由苏里南政府

全资子公司持有。为配套收购资金需求，公司于 2022 年 10 月发布 A 股可转债预案，募资 25 亿元用于该项目收购。通过本次收购，公司间接取得了 Rosebel 金矿 95%权益。

- 目前项目公司 RGM 持有项目采矿权，其中 Rosebel 矿区采矿权期限为 2002-2027.12，到期后可再延长 15 年；Saramacca 矿权期限为 2019-2044.05。除上述两宗探矿权外，RGM 还拥有 9 个探矿权，面积合计约 788.49 平方公里，其中 7 个探矿权已于 2020 年 8 月到期，RGM 已提出延期申请，根据当地法律，在有关部门做出延期决策前，探矿权仍有效。

图表50: 公司间接持有 Rosebel 矿区 95%权益与 Saramacca 矿区 66.5%权益



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

项目距苏里南首都以南 100 公里，气候、基础设施适宜开采作业。包括 Rosebel 矿区和 Saramacca 矿区。其中 Rosebel 矿区为主矿区，Saramacca 矿区位于 Rosebel 选厂西南约 25 公里。该项目位于南美洲苏里南北部 Brokopondo 地区和 Sipaliwini 地区，所在地为热带气候，全年适合勘探与生产活动。从首都到达 Rosebel 矿区总路程约 100 公里，距营地 5 公里有简易机场交通较为方便；现场生产、生活基础设施齐全，用电由 Afobaka 水电站提供。

图表51: 项目距苏里南首都以南 100 公里, 气候、基础设施适宜开采作业



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

Rosebel 金矿是南美最大的在产金矿之一, 黄金资源量超 200 吨。根据 RGM 发布的 NI43-101 报告, 截至 2021 年底项目资源量 (12 个矿床及低品位矿堆) 为矿石量 1.96 亿吨, 金金属量为 699.2 万盎司 (约 217 吨), 平均品位 1.11 克/吨, 其中有 4 个矿床资源量超过 100 盎司。储量 (7 个矿床及低品位矿堆) 金金属量为 382.9 万盎司 (约 119 吨), 平均品位 1.09 克/吨。Rosebel 现有矿床深部、边部尚未封闭, 项目所在区域成矿潜力大, 具备找矿前景。

图表52: Rosebel 金矿是南美洲最大在产露天金矿之一

矿区	类别	矿石量 万吨	金品位 克/吨	金金属量 万盎司
Rosebel 矿区	探明+控制	15,055	0.99	479
	推断	1,605	0.88	46
	合计	16,660	0.98	525
Saramacca 矿区	探明+控制	2,317	2.03	152
	推断	597	1.2	23
	合计	2,913	1.87	175
总计		19,573	1.11	699

注: (1) 资源量边界品位根据各矿坑和矿石类型不同, 在 0.18 克/吨金到 0.54 克/吨金之间; (2) 资源量包括储量, 按 1 盎司=31.1035 克换算

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

短期内矿山产能将持续拉升, 增量贡献立竿见影。矿改扩建工程建成达产后有望形成年矿产金 10 吨产能。公司力争发挥技术管理优势, 优化采矿工艺, 改善采剥条件, 随着未来采剥量的提高及处理规模的加大, 预计单位运营成本将会下降。

四. 铅锌板块：低品位开发能力显著，具备国内领先优势

4.1 公司锌矿业务具备低品位开发盈利能力，锌矿资源在国内处于领先地位

公司核心锌矿包括中国境内的新疆乌拉根锌矿、内蒙古庙沟/三贵口铅锌矿，以及境外的非洲厄立特里亚共和国碧沙锌铜矿、俄罗斯克兹尔-塔什特克铅锌铜多金属矿等。随着公司业务重心向铜金版块迁移，短期铅锌业务暂无新增项目，后续经营目标以抓稳存量项目扩产、技改为主，保障该板块持续盈利能力。

- 碧沙锌（铜）矿：厄立特里亚重点大型在产锌矿项目，选矿设计产能 240 万吨/年，阿谢利地采项目基建工程正在有序推进。
- 乌拉根锌（铅）矿：为中国境内特大型低品位锌（铅）矿山，因资源禀赋差长期未得到实质性开发。公司主导矿山开发后，通过系列技术与管理创新，实现矿山大规模开发和资源集约节约利用，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，现生产规模为 25000 吨/日。
- 三贵口锌（铅）矿：于 2023 年 9 月取得南矿段、北矿段合一的采矿许可证，现采选规模为 10,000 吨/日，为中国井下开采品位最低、单体矿山规模最大的铅锌矿之一。
- 克兹尔-塔什特克铅锌铜多金属矿：克兹尔-塔什特克铅锌铜多金属矿为高品质特大型锌多金属矿，矿床类型为块状硫化物型，设计采选规模 100 万吨/年。

图表53：公司主要铅锌矿山资源情况

矿山名称	权益 %	资源品 位 %	总资源 量 万吨	储量品 位 %	储量 万吨	剩余 可采 年限	证照	风险
碧沙锌 （铜）矿	55%	3.87	285	3.11	80.2	5 年	采矿权（2028.5.25） （2032.10.6） （2032.10.14） 探矿权（2024.7.16） （2026.7.25） （2025.2.11）	即将到期 矿权延续 工作已启 动
克兹尔-塔 什特克铅 锌铜多金 属矿	70%	6.13	62	5.17	35	11 年	采矿（2025.1.1）	/
乌拉根锌 （铅）矿	100 %	1.96	506	1.96	187	20 年	采矿权（2036.11.22） 采矿权（2024.5.12） 探矿权（2027.3.14） 探矿权（2027.3.21）	正在办理 采矿权延 续
三贵口锌 （铅）矿	95%	2.35	188	2.40	119	三贵 口 19 年、 庙沟 42 年	采矿权（2022.12.13） 采矿权（2042.6.6） 采矿权（2033.10.10） 探矿权（2021.12.7）	2023 年 9 月取得南 北矿段合 一采矿证

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

五. 锂板块：锂业新兵大手笔布局，有望逐步进入收获期

公司布局新能源矿种，形成“两湖一矿”格局，到 2025 年规划碳酸锂当量年产能达 12-15 万吨。公司先后收购阿根廷 3Q 盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿以及湖南道县湘源锂多金属矿，已形成“两湖一矿”的资源格局，并受邀主导开发刚果（金）马诺诺锂矿东北部项目。截至 2024 年 H1，公司整体碳酸锂当量资源量达 1411 万吨，公司规划到 2025 年碳酸锂当量年产能达到 12-15 万吨，未来有望成为全球重要锂生产商。

- 3Q 锂盐湖项目一期 2 万吨/年电池级碳酸锂项目基本建成，二期新增 3 万吨/年电池碳酸锂项目盐田项目建设有序推进。一、二期全面建成达产后，预期形成 4-6 万吨/年碳酸锂产能。
- 拉果错盐湖锂矿资源量在国内可排进前 5，全球排名前 20。一期形成 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，将视市场行情实施投产运行。
- 湘源硬岩锂多金属矿是国内稀缺的大规模、低品位硬岩锂多金属矿，目前一期 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 年二季度建成投产，将视市场行情实施投产运行。同时配套建设电池级碳酸锂冶炼厂，构建采选冶一体化开发体系。
- 马诺诺锂矿东北部勘探项目：马诺诺锂矿为全球已发现的最高品位未开发富锂 LCT（锂、铯、钽）伟晶岩矿床之一，具备大规模露天开发条件和良好开发前景。公司于 2023 年 10 月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绿地项目。现阶段计划尽快在可研和融资方案确定后 2 年内完成项目建设，并同步建设锂冶炼产业园。项目同时持有矿区临近 Mpiana-Mwanga 水电站水电站修复与运营特许项目，为 Manono 地区唯一电力能源项目，将为项目实现绿色低碳开发提供充沛绿色电力保障。

图表54：公司主要锂矿项目资源量汇总

矿山	持有权益	地区	主要品种	项目状态	资源量 (万吨 LCE)	品位	采选工艺
3Q 锂盐湖矿	100%	阿根廷	锂	在建	854	624mg/L	蒸发沉淀法
拉果错盐湖锂矿	70%	中国，西藏	锂	在建	216	281mg/L	吸附+膜分离+电渗析（钛系吸附剂）
湘源硬岩锂多金属矿	100%	中国，湖南	锂	在产+在建	83	1.06%	露采+SABC+分级重选+强磁选+浓密+过滤

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

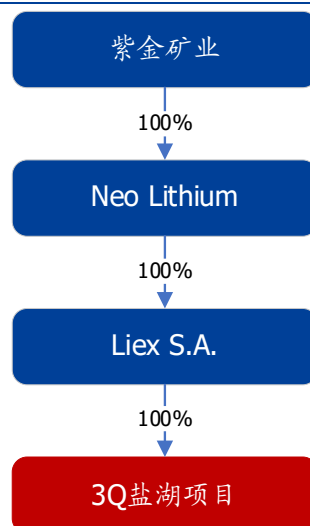
5.1 3Q 盐湖：公司首个海外盐湖项目，正式进军锂行业

收购阿根廷 3Q 盐湖项目，正式进军锂行业。2021 年 10 月 11 日，公司公告收购加拿大运营商新锂公司（Neo Lithium）100% 股权，作价 9.6 亿加元（约合 49.39 亿元）。新锂公司通过其全资子公司 Liex S.A. 全持有阿根廷 Tres Quebradas Salar（3Q）锂盐湖项目 100% 权益。通过本次股权收购，紫金矿业获得首个海外盐湖资源项目，正式进军锂资源行业。

3Q 项目拥有 13 个采矿权，矿权面积总计为 353 平方公里，覆盖整个盐湖表面和卤水湖。其中 10 个连续采矿权组成了一个“矿权组”，构成采矿活动核心区，面积为 267 平方公里。阿根廷法律规定采矿权的期限不受限制，只要矿权持有人满足阿根廷国家采矿法规

定的义务，包括年度标准付款和最低投资承诺等，即可一直持有。

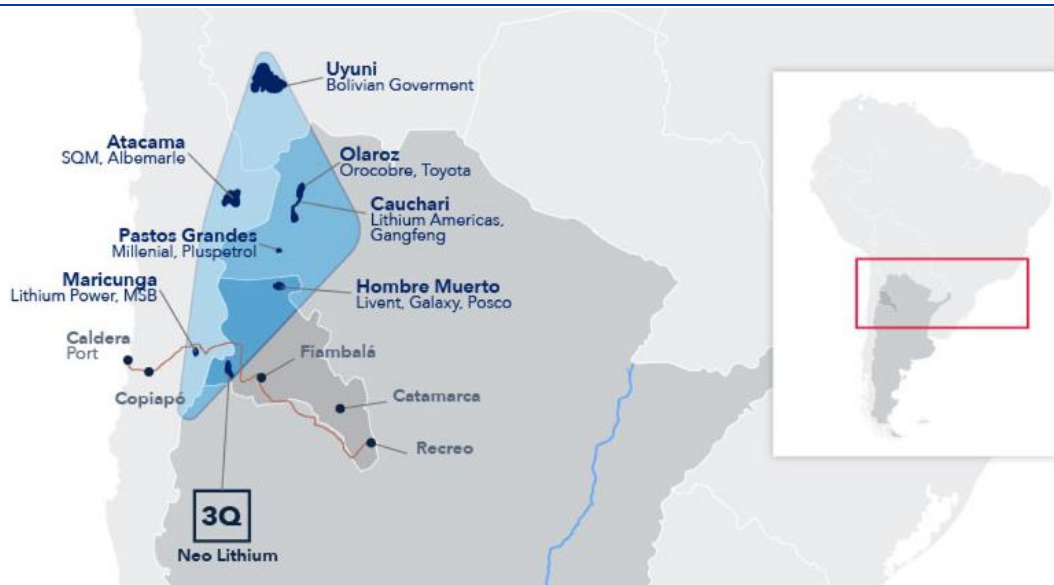
图表55: 紫金矿业 49 亿元收购 Neo Lithium 100% 股权



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3Q 项目位于阿根廷西北部卡塔马卡省 (Catamarca), 地处著名的普纳高原“锂三角”南端, 以 68 公里的砂石路连接 RN60 国家公路, 连接卡塔马卡省会并通达智利边境至智利 Caldera 港口。盐湖外围有充足的水源补给, 能满足生产需求。

图表56: 项目地处南美“锂三角”南端, 距离 Caldera 港口较近



资料来源: 新锂公司官网, 国盛证券研究所

可研报告实现资源增储, 拥有资源量达 **763 万吨 LCE**。2021 年 11 月新锂公司发布项目可行性报告 (FS), 对资源量、品位等信息进行重大更新。根据 FS 数据, 3Q 项目总资源量达 763 万吨 LCE (400mg/L 边界品位), 探明+控制平均品位达 637mg/L, 镁锂比 2.3; 高品位资源看, 资源量达 191 万吨 LCE (800mg/L 边界品位), 探明+控制平均品位 923mg/L, 镁锂比 1.66; 预计开采寿命为 50 年, 项目长期经济价值凸显。

图表57: 公司可研报告实现 400mg/L 边界品位下资源量达 763 万吨, 项目寿命可达 50 年

400mg/L 边界品位	平均锂离子浓度 (mg/L)	碳酸锂当量 (万吨)	镁锂比 (Mg/Li)
探明	792	190	1.77
控制	576	347	4.12
探明+控制	637	537	2.27
推断	561	226	4.10
合计		763	
800mg/L 边界品位	平均锂离子浓度 (mg/L)	碳酸锂当量 (万吨)	镁锂比 (Mg/Li)
探明	923	99	1.66
控制	922	76	1.66
探明+控制	923	175	1.66
推断	918	16	1.67
合计		191	

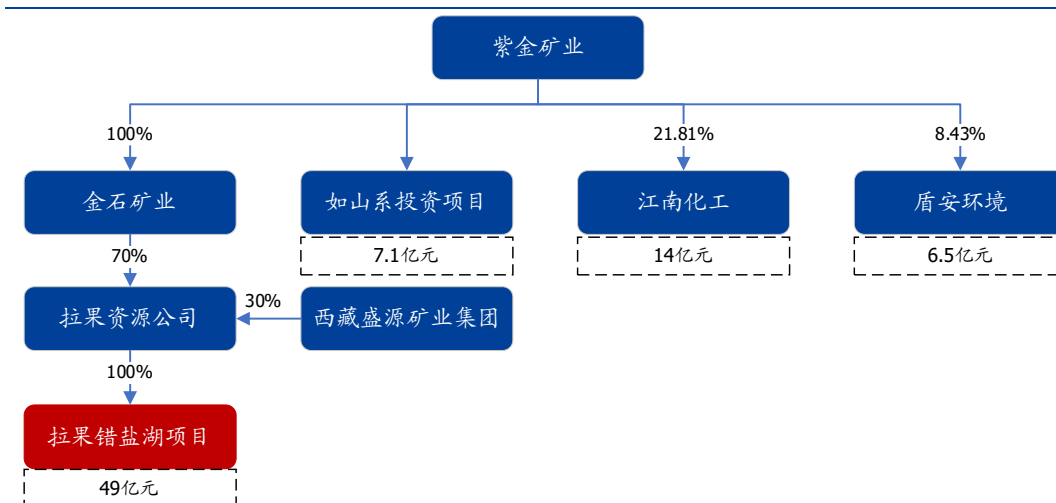
资料来源: NEO Lithium Corp, 国盛证券研究所

5.2 拉果错盐湖: 紫金矿业入局西藏优质盐湖, 远期规划 5 万吨碳酸锂产能

收购盾安集团四项资产包, 获西藏拉果错盐湖 70% 权益。2022 年 4 月 29 日, 紫金矿业公告以 76.82 亿元收购盾安集团旗下四项资产包, 其中核心资产为西藏拉果错锂盐湖 70% 权益, 作价 48.97 亿元。另外三项资产为盾安集团及下属公司持有的如山系投资项目、江南化工和盾安环境的部分股票, 作价 27.85 亿元。通过本次收购, 公司获得西藏拉果错盐湖 70% 权益。

盾安集团原全资子公司金石矿业持有拉果资源公司 70% 股权, 西藏盛源矿业集团持有剩余 30% 股权。拉果资源公司拥有西藏拉果错锂盐湖项目。2020 年初, 拉果错盐湖已取得了自然资源部采矿权公示, 证载生产规模 1 万吨/年, 有效期为 2020 年 4 月 30 日至 2030 年 4 月 30 日, 开采深度 4,470 至 4,435 米。

图表58: 公司收购盾安集团四项资产包, 获拉果错盐湖 70% 权益



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

纯湖表卤水资源, 禀赋优质。资源禀赋方面, 盐湖拥有锂资源量达 216 万吨 LCE, 平均浓度 281mg/L, 镁锂比仅 3.32。开采条件方面, 湖矿区北部地形开阔平缓, 坡度较小, 有利于矿山工业场地布设及盐田的建设。此外拉果错项目南侧有索美藏布和雄布卡两大

淡水河，流量大，其中雄布卡冬季全段不结冰，两条河流可提供充沛的淡水补充，可同时满足工业用水和生活用水要求。

图表59: 拉果错盐湖地形图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表60: 拉果错锂盐湖实景图



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

六. 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

营业收入：1) 铜板块：预计公司 2024-2026 年铜板块产能维持增产势头；行业端看伴随美国降息预期不断演绎，叠加国内基于新能源需求向好；预计公司铜板块 2024-2026 年实现营业收入分别为 570.6/750.4/866.0 亿元，实现毛利润分别为 348.7/442.8/514.2 亿元；**2) 黄金板块：**公司黄金板块盈利预计将充分受益于 Rosebel 金矿、海域金矿等核心待产项目潜力与宽松周期与二次通胀逻辑下金价向上弹性；预计公司黄金板块 2024-2026 年实现营业收入分别为 365.7/416.3/423.8 亿元，实现毛利润分别为 196.0/219.5/234.6 亿元；**3) 铅锌板块：**预计 2024-2026 年实现营业收入分别为 55.6、63.5、66.6 亿元，实现毛利润分别为 19.3/23.3/24.4 亿元；**4) 白银板块：**预计 2024-2026 年实现营业收入分别为 17.5/18.5/19.4 亿元，实现毛利润分别为 10.2/10.6/10.9 亿元。

图表61: 公司主要业务盈利预测 (亿元)

年份	2024E	2025E	2026E
铜			
营业收入 亿元	570.6	750.4	866.0
营业成本 亿元	221.9	307.5	351.8
毛利 亿元	348.7	442.8	514.2
毛利率 %	61.1%	59.0%	59.4%
黄金			
营业收入 亿元	365.7	416.3	423.8
营业成本 亿元	169.6	196.8	189.2
毛利 亿元	196.0	219.5	234.6
毛利率 %	53.6%	52.7%	55.4%
铅锌			
营业收入 亿元	55.6	63.5	66.6
营业成本 亿元	36.3	40.2	42.2
毛利 亿元	19.3	23.3	24.4
毛利率 %	34.8%	36.7%	36.7%
白银			
营业收入 亿元	17.5	18.5	19.4
营业成本 亿元	7.3	7.9	8.5
毛利 亿元	10.2	10.6	10.9
毛利率 %	58.3%	57.4%	56.1%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

6.2 投资建议与可比公司估值

公司作为铜金资源开发龙头，拥有丰厚资源量储备与高禀赋优质铜金矿山，叠加美联储开启降息周期叠加二次通胀预期升温，或对工业金属与贵金属价格形成长期利好，公司有望持续兑现“量价齐升”逻辑。我们谨慎预测公司 2024-2026 年分别实现营业收入 3194.1、3433.4、3560.7 亿元；实现归母净利润 327.6、373.5、421.7 亿元，对应 PE 分别为 12.8/11.2/9.9 倍。基于公司以金、铜、锌等金属矿产资源勘查和开发为主，故选择同样拥有自有矿山资源开发业务的金诚信、洛阳钼业、西部矿业、云南铜业作为可比公司，紫金矿业 PE 水平在 2024-2026 年低于同业平均，考虑公司丰厚资源量与未来持续成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表62: 可比公司情况

代码	公司简称	股 价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603979.SH	金诚信	40.18	1.61	1.08	1.63	2.52	23.45	37.22	24.59	15.92
603993.SH	洛阳钼业	6.90	0.38	0.34	0.33	0.54	13.68	20.49	20.88	12.69
601168.SH	西部矿业	17.15	1.17	1.38	1.31	1.55	12.20	12.43	13.11	11.05
000878.SZ	云南铜业	12.56	0.79	0.96	1.11	1.08	13.82	13.02	11.30	11.59
平均值							15.79	20.79	17.47	12.81
601899.SH	紫金矿业	15.78	0.80	1.23	1.41	1.59	15.58	12.80	11.23	9.94

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 紫金矿业盈利预测来自国盛证券预测, 其与可比公司盈利预测来自 wind 一致预期, 股价为 2025 年 1 月 15 日收盘价

风险提示

下游需求不及预期风险

下游需求不及预期可能会对金属商品价格造成不利影响从而使相关公司业绩承压。

美联储超预期紧缩风险

美联储超预期紧缩货币政策可能对金属商品价格带来不利影响从而使相关公司业绩承压。

项目投产不及预期风险

若增量项目投产不及预期可能对公司业绩造成不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com