

攻守兼备的铜金矿企

华泰研究

2025 年 4 月 12 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

有色金属

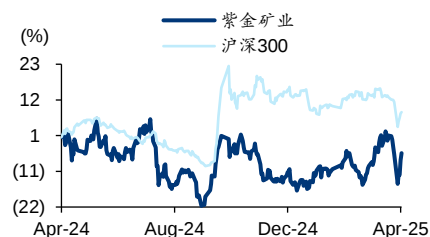
	2899 HK	601899 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 21.73	人民币: 22.49

研究员	李斌
SAC No. S0570517050001	libin@htsc.com
SFC No. BPN269	+(86) 10 6321 1166
联系人	黄自迪
SAC No. S0570123040074	huangzidi@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	2899 HK	601899 CH
目标价	21.73	22.49
收盘价(截至 4 月 11 日)	16.54	17.15
市值(百万)	439,593	455,805
6 个月平均日成交额(百万)	824.69	3,083
52 周价格范围	13.52-20.10	14.15-19.47
BVPS	5.43	5.49

股价走势图



资料来源: Wind

公司发布一季报, 25Q1 实现营收 789.28 亿元 (yoy+5.55%、qoq+7.76%), 归母净利 101.67 亿元 (yoy+62.39%、qoq+32.15%)。具体来看, 公允价值变动正向变动超我们的预期; 但同时成本上升幅度亦超我们的预期。我们认为公司强成长性赋予公司进攻属性; 且公司“含金量”提升凸显防守属性, 我们维持“买入”评级。

公司 25Q1 公允价值变动超预期正向变动, 同时成本涨幅超预期

量上, 25Q1 公司实现矿产铜产量 28.8 万吨 (yoy+9%、qoq+3%), 年度目标完成率 25%; 实现矿产金产量 19.1 吨 (yoy+13%、qoq+2%), 年度目标完成率 22%。价格上, 据 Wind, 25Q1 铜/金价分别环比上涨 1.6%/9.2%。成本上, 公司矿产铜平均销售成本 2.41 万元 (yoy+8%、qoq+0.4%)、矿产金平均销售成本 251 元/克 (yoy+13%、qoq+7%), 增长幅度超我们先前的预期, 主因主要矿山品位下降、运距增加及部分露天矿山剥采比上升。此外公司 25Q1 公允价值变动净收益+4.78 亿元, 超我们先前的预期, 或与公司所持股票收益较好有关; 据 Wind, 25Q1 矿业 ETF 上涨 10.8%。

公司是攻守兼备的铜金矿企

我们认为公司强成长性赋予公司进攻属性: 公司规划 25 年矿产铜/金产量 115 万吨/85 吨, 同比增幅 17%/8%; 并规划 24-28 年 CAGR 均为 8-10%, 至 28 年矿产铜/金产量达 150-160 万吨/100-110 吨。在价格上涨周期, 公司有望量价齐升, 实现亮眼的业绩。同时公司“含金量”提升凸显防守属性: 据 Wind, 24 年金价涨幅高于铜价 (分别为 24%/9%), 当前全球关税对抗下经济不确定性增加, 我们预期 25 年金价走势仍强于铜价 (分别为 26%/-2%); 且 24/25 年公司矿产金产量增速 (预计) 高于矿产铜 (24 年分别为 7%/6%、25 年预计分别为 16%/7%)。因此公司“含金量”迅速提升, 我们测算 25 年黄金业务毛利占比或达 44%, 超过铜业务毛利占比 (40%), 公司黄金属性被重视、定价, 有望迎来估值架构重塑机会。

维持“买入”评级

公司 25Q1 成本涨幅超预期, 我们上调成本假设; 当前关税对抗下经济不确定增强, 4 月以来金价走势较强、铜价走势较弱, 我们上调金价、下调铜价假设。最终得到 25-27 年归母净利分别为 404/465/518 亿元 (较前值变化幅度 -0.04%/-2.29%/-3.07%)。分部估值: 铜/金/锌等其他毛利占比 40/44/16%, 目标估值基于可比公司 Wind 一致预期 PE 均值 10/20/13X (25E); A/H 股近 3 年平均溢价率 11.37%, 测算 A/H 目标价 22.49 元/21.73 港元 (前次: 23.21 元/22.56 港元, 基于 25 年 PE 12/19/13X), 均维持“买入”。

风险提示: 铜、金价不及预期; 公司扩产项目进展受阻; 成本超预期上升。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	293,403	303,640	345,318	368,337	390,579
+/-%	8.54	3.49	13.73	6.67	6.04
归属母公司净利润 (人民币百万)	21,119	32,051	40,447	46,500	51,795
+/-%	5.38	51.76	26.20	14.96	11.39
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.79	1.21	1.52	1.75	1.95
ROE (%)	21.50	25.92	26.10	24.86	23.28
PE (倍)	21.58	14.22	11.27	9.80	8.80
PB (倍)	4.24	3.26	2.68	2.24	1.89
EV EBITDA (倍)	3.62	2.63	2.31	2.10	1.81

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: A股可比公司估值及目标价

可比公司	Bloomberg 代码	PE 估值 (2025E)
铜		
洛阳钼业	603993 CH	10
西部矿业	601168 CH	8
金诚信	603979 CH	11
平均		10
黄金		
山东黄金	600547 CH	24
山金国际	000975 CH	18
赤峰黄金	600988 CH	18
平均		20
锌		
驰宏锌锗	600497 CH	12
株冶集团	600961 CH	11
金徽股份	603132 CH	15
平均		13
整体 (A股)		15

注: 数据截至 2025 年 4 月 12 日; PE 估值为 Wind 一致预期、A/H 溢价率 11.37%、港元兑人民币汇率 0.92922

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

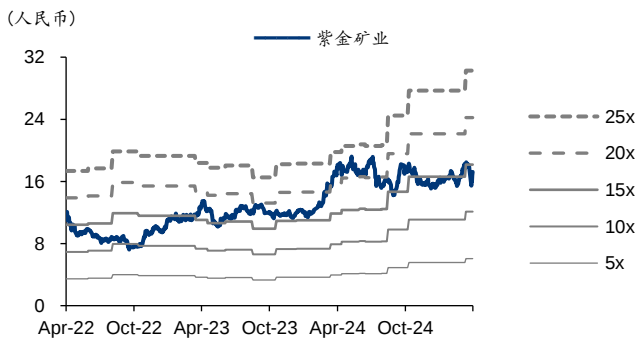
图表2: 公司盈利预测关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
矿产铜产量, 万吨	107	115	126	140
铜价, 美元/吨	9147	9000	9200	9400
矿产铜成本, 万元/吨	2.29	2.40	2.47	2.55
矿产金产量, 吨	73	85	93	99
金价, 元/克	557	700	720	730
矿产金成本, 元/克	231	242	249	257
公司归母净利润, 亿元	321	404	465	518

注: 公司仅发布 2025 年、2028 年产量指引, 剩余数据均为华泰研究预测

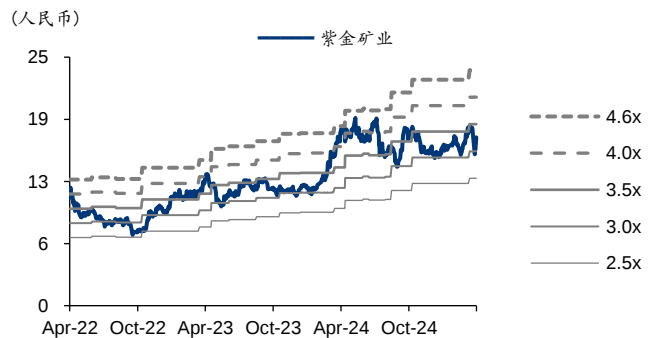
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表3: 紫金矿业 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 紫金矿业 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	77,629	98,939	105,447	109,041	112,515
现金	18,449	31,691	36,041	38,443	40,765
应收账款	7,778	6,812	7,747	8,263	8,762
其他应收账款	2,834	3,559	4,048	4,317	4,578
预付账款	2,677	4,201	4,778	5,096	5,404
存货	29,290	33,313	33,313	33,313	33,313
其他流动资产	16,601	19,363	19,521	19,608	19,692
非流动资产	265,377	297,672	338,774	382,854	418,364
长期投资	31,632	43,085	58,505	77,282	87,808
固定投资	81,466	92,307	112,754	134,192	156,073
无形资产	67,892	68,588	66,792	64,740	62,696
其他非流动资产	84,387	93,691	100,723	106,639	111,788
资产总计	343,006	396,611	444,221	491,896	530,879
流动负债	84,182	99,784	114,264	125,258	123,055
短期借款	20,989	30,713	44,528	51,723	45,696
应付账款	14,428	18,423	20,656	21,717	22,797
其他流动负债	48,765	50,648	49,080	51,819	54,562
非流动负债	120,460	119,096	112,732	104,798	95,332
长期借款	77,531	61,453	55,089	47,155	37,689
其他非流动负债	42,930	57,643	57,643	57,643	57,643
负债合计	204,643	218,880	226,996	230,057	218,387
少数股东权益	30,857	37,945	47,092	57,952	71,463
股本	2,633	2,658	2,658	2,658	2,658
资本公积	25,866	28,713	28,713	28,713	28,713
留存公积	70,637	94,445	128,411	167,696	212,423
归属母公司股东权益	107,506	139,786	170,133	203,887	241,030
负债和股东权益	343,006	396,611	444,221	491,896	530,879

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	36,860	48,860	58,967	65,835	73,511
净利润	26,540	39,393	49,594	57,360	65,306
折旧摊销	10,210	10,565	11,040	13,230	15,548
财务费用	3,268	2,029	2,015	2,289	1,979
投资损失	(3,491)	(4,020)	(6,424)	(8,164)	(10,526)
营运资金变动	237.18	(64.38)	2,873	1,258	1,348
其他经营现金	96.16	957.78	(130.94)	(137.85)	(144.52)
投资活动现金	(33,965)	(32,238)	(45,691)	(49,119)	(40,506)
资本支出	(30,429)	(24,798)	(36,500)	(38,500)	(40,500)
长期投资	(4,468)	(7,001)	(15,420)	(18,778)	(10,526)
其他投资现金	932.38	(440.14)	6,229	8,159	10,520
筹资活动现金	(5,817)	(4,429)	(22,742)	(21,508)	(24,657)
短期借款	(2,677)	9,724	13,815	7,194	(6,027)
长期借款	8,711	(16,078)	(6,364)	(7,933)	(9,466)
普通股增加	(0.27)	25.13	(0.03)	0.00	0.00
资本公积增加	314.55	2,847	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,166)	(946.33)	(30,193)	(20,769)	(9,163)
现金净增加额	(1,974)	11,956	(9,465)	(4,792)	8,348

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	293,403	303,640	345,318	368,337	390,579
营业成本	247,024	241,776	271,090	285,010	299,182
营业税金及附加	4,850	5,819	6,906	7,367	7,812
营业费用	766.39	737.71	759.70	810.34	859.27
管理费用	7,523	7,729	8,633	9,208	9,764
财务费用	3,268	2,029	2,015	2,289	1,979
资产减值损失	(385.33)	(727.19)	(345.32)	(368.34)	(390.58)
公允价值变动收益	(18.62)	948.45	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,491	4,020	6,424	8,164	10,526
营业利润	31,937	48,827	61,151	70,508	80,082
营业外收入	120.05	141.07	100.00	100.00	100.00
营业外支出	769.11	889.99	1,500	1,500	1,500
利润总额	31,287	48,078	59,751	69,108	78,682
所得税	4,748	8,685	10,158	11,748	13,376
净利润	26,540	39,393	49,594	57,360	65,306
少数股东损益	5,420	7,342	9,147	10,860	13,511
归属母公司净利润	21,119	32,051	40,447	46,500	51,795
EBITDA	44,478	60,616	72,462	84,259	95,819
EPS (人民币, 基本)	0.80	1.21	1.52	1.75	1.95

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	8.54	3.49	13.73	6.67	6.04
营业利润	3.20	52.89	25.24	15.30	13.58
归属母公司净利润	5.38	51.76	26.20	14.96	11.39
获利能力 (%)					
毛利率	15.81	20.37	21.50	22.62	23.40
净利率	9.05	12.97	14.36	15.57	16.72
ROE	21.50	25.92	26.10	24.86	23.28
ROIC	16.83	22.57	26.09	28.25	30.43
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.66	55.19	51.10	46.77	41.14
净负债比率 (%)	94.58	69.15	56.05	45.86	33.18
流动比率	0.92	0.99	0.92	0.87	0.91
速动比率	0.46	0.52	0.51	0.49	0.52
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.82	0.82	0.79	0.76
应收账款周转率	37.39	41.62	47.44	46.01	45.88
应付账款周转率	18.87	14.72	13.87	13.45	13.44
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.21	1.52	1.75	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.84	2.22	2.48	2.77
每股净资产(最新摊薄)	4.04	5.26	6.40	7.67	9.07
估值比率					
PE (倍)	21.58	14.22	11.27	9.80	8.80
PB (倍)	4.24	3.26	2.68	2.24	1.89
EV EBITDA (倍)	3.62	2.63	2.31	2.10	1.81

免责声明

分析师声明

本人，李斌，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 紫金矿业（601899 CH）、紫金矿业（2899 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 紫金矿业（601899 CH）、紫金矿业（2899 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 紫金矿业（601899 CH）、紫金矿业（2899 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 紫金矿业（601899 CH）、紫金矿业（2899 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司