

# 紫金矿业 (601899.SH)

## 铜金价格托举业绩，产能增量释放再启新章

**事件:** 公司披露 2025 年一季报, 实现营收 789.28 亿元, 同比增长 5.55%, 环比增长 7.76%; 实现归母净利润 101.67 亿元, 同比增长 62.39%, 环比增长 32.15%; 实现扣非归母净利润 98.81 亿元, 同比增长 58.76%, 环比增长 24.37%。铜金价格上行叠加投资收益增厚推动公司利润释放。

**铜金价格上行对冲成本环比增长, 叠加投资净收益增长推动利润释放。** 1) 量: 2025Q1 公司矿山产铜 28.76 万吨, 同比增加 9.49%, 环比增加 3.07%; 冶炼铜 18.51 万吨, 同比减少 2.99%, 环比增加 7.12%。2025Q1 公司生产金 19.07 吨, 同比增加 13.45%。2) 价: 公司主要利润来源金铜商品价格在 2025Q1 均环比上行, 构成公司利润主要拉动: 伦敦现货黄金 2025Q1 均价约 2861 美元/盎司, 环比+7.6%; 沪铜 2025Q1 均价约为 7.74 万元/吨, 环比+2.75%。实现销售价格方面, 公司 2025Q1 公司铜精矿平均售价 60,179 元/吨, 同比增长 17.55%, 环比增长 5.48%; 电积铜平均售价 68,126 元/吨, 同比增长 17.01%, 环比增长 9.96%; 电解铜平均售价 67,386 元/吨, 同比增长 11.35%, 环比增长 1.31%。金锭平均售价 661.83 元/克, 同比增长 40.00%, 环比增长 13.29%; 金精矿平均售价 617.19 元/克, 同比增长 41.34%, 环比增长 10.45%。3) 成本: Q1 单位成本提升系品位下降、运距增加及部分露天矿山剥采比上升所致; 2025Q1 公司铜精矿平均销售成本 21,032 元/吨, 同比增长 13.40%, 环比增长 3.36%; 电积铜平均销售成本 29,752 元/吨, 同比减少 7.47%, 环比减少 7.81%; 电解铜平均销售成本 36,784 元/吨, 同比减少 0.77%, 环比增长 3.33%。2025Q1 公司金锭平均销售成本 311.63 元/克, 同比增长 12.62%, 环比增长 7.71%; 金精矿平均销售成本 178.67 元/克, 同比增长 23.08%, 环比增长 6.82%。金铜商品价格上涨对冲了 2025Q1 成本端增长, 成为公司业绩增长主要推动。此外, 公司 25Q1 实现投资净收益 15.27 亿元, 同比+93%, 环比+30%; 叠加金铜价格高位, 实现 Q1 净利润同比大幅增长。

**产量指引稳健增长, 多品种布局静待花开。** 公司提出 2025 年度主要矿产品产量指引: 矿产铜 115 万吨, 矿产金 85 吨, 矿产锌 (铅) 44 万吨, 当量碳酸锂 4 万吨, 矿产银 450 吨, 矿产钼 1 万吨。伴随卡莫阿三期改扩建爬坡达产、巨龙二期改扩建工程、海域金矿 12000 吨/日采选工程等核心增量项目发力, 公司铜金核心品种量增逻辑仍是主线。此外碳酸锂板块项目推进迅速, 阿根廷 3Q 盐湖锂矿一期计划 25Q3 投产, 拉果错盐湖锂矿一期计划 25Q1 投产, 湖南湘源锂矿 500 万吨/年采选项目计划 25Q3 投产, 以及马诺诺项目稳步推进, 夯实多品种发展格局。

**盈利预测:** 考虑公司增量产能释放预期, 叠加宏观刺激利好与需求预期催化下铜价中枢向上弹性, 以及美元资产替代逻辑下金价持续上行预期, 公司业绩有望持续增长。预计 2025-2027 年归母净利润 407.3/457.2/501.0 亿元, 对应 PE 为 11.2/10.0/9.1 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 需求不及预期, 项目进展不及预期, 美联储超预期紧缩风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	293,403	303,640	329,651	346,477	359,795
增长率 yoy (%)	8.5	3.5	8.6	5.1	3.8
归母净利润 (百万元)	21,119	32,051	40,729	45,715	50,102
增长率 yoy (%)	5.4	51.8	27.1	12.2	9.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.79	1.21	1.53	1.72	1.89
净资产收益率 (%)	19.2	22.2	22.2	19.9	18.0
P/E (倍)	21.6	14.2	11.2	10.0	9.1
P/B (倍)	4.2	3.3	2.6	2.0	1.7

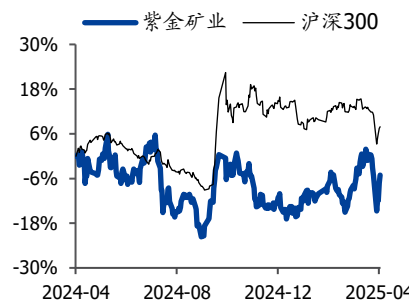
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 11 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	有色金属
前次评级	买入
04 月 11 日收盘价 (元)	17.15
总市值 (百万元)	455,805.39
总股本 (百万股)	26,577.57
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	233.74

### 股价走势



### 作者

分析师 张航

执业证书编号: S0680524090002

邮箱: zhanghang@gszq.com

分析师 蔺一杭

执业证书编号: S0680525040004

邮箱: linyihang@gszq.com

### 相关研究

- 《紫金矿业 (601899.SH): 金铜板块齐发力, 世界级资源旗舰扬帆启航》 2025-03-25
- 《紫金矿业 (601899.SH): 业绩显著增长, 版图扩张不歇凸显龙头高成长性》 2025-01-23
- 《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》 2025-01-16

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	77629	98939	109541	129415	154241
现金	18449	31691	40854	58736	82947
应收票据及应收账款	8331	6966	9641	7813	10312
其他应收款	2834	3559	3382	3913	3662
预付账款	2677	4201	3267	4582	3568
存货	29290	33313	33188	35161	34542
其他流动资产	16048	19209	19209	19209	19209
<b>非流动资产</b>	265377	297672	323380	340985	356399
长期投资	31632	43085	58505	74060	89547
固定资产	81466	92307	100564	104097	104795
无形资产	67892	68588	74360	77142	80708
其他非流动资产	84387	93691	89952	85687	81349
<b>资产总计</b>	343006	396611	432921	470399	510640
<b>流动负债</b>	84182	99784	102930	104679	104490
短期借款	20989	30713	30713	30713	30713
应付票据及应付账款	16284	20828	18595	21923	19398
其他流动负债	46909	48243	53621	52042	54379
<b>非流动负债</b>	120460	119096	102391	82208	61145
长期借款	102818	100153	83448	63264	42202
其他非流动负债	17643	18943	18943	18943	18943
<b>负债合计</b>	204643	218880	205320	186887	165635
少数股东权益	30857	37945	47831	58613	70601
股本	2633	2658	2658	2658	2658
资本公积	25866	28713	28713	28713	28713
留存收益	70637	94445	143692	198757	259286
归属母公司股东权益	107506	139786	179770	224900	274404
<b>负债和股东权益</b>	343006	396611	432921	470399	510640

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	36860	48860	61432	68402	73479
净利润	26540	39393	50614	56497	62090
折旧摊销	10153	10428	11939	13459	14809
财务费用	3268	2029	3802	2788	1476
投资损失	-3491	-4020	-3660	-3703	-3752
营运资金变动	237	-64	-1120	-414	-803
其他经营现金流	152	1094	-143	-226	-340
<b>投资活动现金流</b>	-33965	-32238	-33844	-27135	-26130
资本支出	30429	24798	10289	2049	-73
长期投资	-4468	-7001	-15420	-15555	-15487
其他投资现金流	-8004	-14441	-38976	-40640	-41691
<b>筹资活动现金流</b>	-5817	-4429	-18424	-23386	-23137
短期借款	-2677	9724	0	0	0
长期借款	10127	-2665	-16705	-20183	-21063
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	315	2847	0	0	0
其他筹资现金流	-13582	-14360	-1719	-3203	-2074
<b>现金净增加额</b>	-1974	11956	9164	17881	24212

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	293403	303640	329651	346477	359795
营业成本	247024	241776	256831	263968	269198
营业税金及附加	4850	5819	4147	4952	6757
营业费用	766	738	831	1698	1763
管理费用	7523	7729	6791	7472	8121
研发费用	1567	1582	824	1663	2267
财务费用	3268	2029	3802	2788	1476
资产减值损失	-385	-727	-556	-642	-599
其他收益	542	616	579	598	588
公允价值变动收益	-19	948	111	196	309
投资净收益	3491	4020	3660	3703	3752
资产处置收益	37	27	32	30	31
<b>营业利润</b>	31937	48827	61363	69103	75493
营业外收入	120	141	137	127	131
营业外支出	769	890	798	880	834
<b>利润总额</b>	31287	48078	60703	68350	74790
所得税	4748	8685	10089	11853	12700
<b>净利润</b>	26540	39393	50614	56497	62090
少数股东损益	5420	7342	9885	10782	11988
<b>归属母公司净利润</b>	21119	32051	40729	45715	50102
EBITDA	48945	66027	76444	84597	91075
EPS (元)	0.79	1.21	1.53	1.72	1.89

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.5	3.5	8.6	5.1	3.8
营业利润(%)	3.2	52.9	25.7	12.6	9.2
归属于母公司净利润(%)	5.4	51.8	27.1	12.2	9.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.8	20.4	22.1	23.8	25.2
净利率(%)	7.2	10.6	12.4	13.2	13.9
ROE(%)	19.2	22.2	22.2	19.9	18.0
ROIC(%)	12.9	15.5	16.8	17.0	16.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.7	55.2	47.4	39.7	32.4
净负债比率(%)	93.4	69.3	44.0	21.9	4.9
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.5
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.7	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	34.6	39.7	39.7	39.7	39.7
应付账款周转率	16.6	13.0	13.0	13.0	13.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.21	1.53	1.72	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.84	2.31	2.57	2.76
每股净资产(最新摊薄)	4.04	5.20	6.70	8.40	10.26
<b>估值比率</b>					
P/E	21.6	14.2	11.2	10.0	9.1
P/B	4.2	3.3	2.6	2.0	1.7
EV/EBITDA	4.1	3.0	2.5	1.9	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 11 日收盘价

### 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