

紫金矿业 (601899.SH)

强烈推荐 (维持)

拟并购在产露天金矿，助力百吨黄金产量目标实现

事件：6 月 30 日公司发布公告，全资子公司紫金黄金国际有限公司（拟分拆至香港联合交易所上市的主体）、紫金黄金国际在新加坡的全资子公司金哈(新加坡)矿业有限公司与 Cantech 签署协议，金哈矿业拟通过收购 Cantech 持有的 RGGoldLLP 和 RGProcessingLLP100%权益，获得哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目 100%权益。

□ 总资源量 242 吨，交易对价约 0.355 亿元/吨。RG 金矿项目保有资源量（金价 2000 美元/盎司）：控制+推断级别矿石量 2.41 亿吨，金平均品位 1.01 克/吨，金金属量 242.1 吨，原规划设计露采境界内保有储量（金价 1750 美元/盎司）：矿石量 9,490 万吨，金平均品位 1.06 克/吨，金金属量 100.6 吨。在目前金价背景下，完全可能优化露采境界，进一步提高露采境界内资源利用率，并对矿山生产规模进行扩建。本次交易以 2025 年 9 月 30 日为基准日，收购对价按目标公司于基准日“无现金、无负债”原则厘定为 12 亿美元，以 6 月 27 日美元兑人民币中间价计算，交易对价约 0.355 亿元/吨资源量。

□ RG 金矿为在产露天矿山，预计年均产金约 5.5 吨，增产可能性高，盈利能力较强。RG 金矿项目为在产露天矿山，包括相距 2 公里的北、南两个露天采坑，目前开采深度均约 130 米。2016 年，项目建成矿山堆浸系统，以处理氧化矿为主；2022 年，项目新建投产一座炭浆氰化选厂，开始处理原生矿石，终端产品为合质金（金锭）。2022-2024 年项目产金分别为 2.0/5.9/6.0 吨，项目剩余服务年限 16 年（2025 年至 2040 年），年均产金约 5.5 吨，根据公司技术团队初步研究，经优化后项目采选规模可提高至 1,000 万吨/年。2024 年项目矿山现金成本为 796 美元/盎司（不含堆浸），2024 年度实现销售收入 4.73 亿美元，净利润 2.02 亿美元。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为此次交易若成功落地将进一步提升公司资源储备和矿产金产量，助力公司 2028 年 100-110 吨产量目标实现。考虑黄金价格上涨，我们上调盈利预测，公司预计 2025-27 年归母净利润 427/479/565 亿元，对应市盈率 12.1/10.8/9.2 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：风险提示：铜金等主要金属价格大幅下跌；扩建项目落地大幅不及预期；汇率波动风险；不可抗力干扰生产的影响；二级市场波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	293403	303640	386392	433312	470547
同比增长	9%	3%	27%	12%	9%
营业利润(百万元)	31937	48827	64811	72732	85840
同比增长	3%	53%	33%	12%	18%
归母净利润(百万元)	21119	32051	42701	47935	56544
同比增长	5%	52%	33%	12%	18%
每股收益(元)	0.79	1.21	1.61	1.80	2.13
PE	24.5	16.2	12.1	10.8	9.2
PB	4.8	3.7	3.0	2.5	2.1

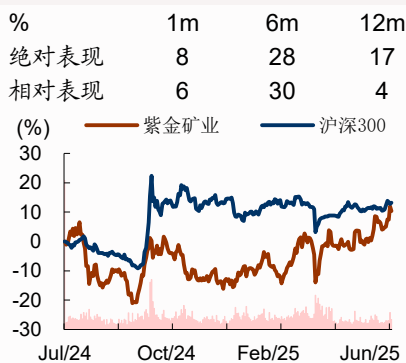
资料来源：公司数据、招商证券

周期/金属及材料
当前股价：19.5 元

基础数据

总股本(百万股)	26578
已上市流通股(百万股)	20588
总市值(十亿元)	518.3
流通市值(十亿元)	401.5
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	24.6
资产负债率	54.9%
主要股东	闽西兴杭国有资产投资经营
主要股东持股比例	22.89%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《紫金矿业 (601899) —铜金量价齐增单季度利润新高破百亿》2025-04-14
- 2、《紫金矿业 (601899) —铜金量价齐增降本增效突显矿业龙头实力》2025-04-02
- 3、《紫金矿业 (601899)：海外并购再下一城》2024-10-10

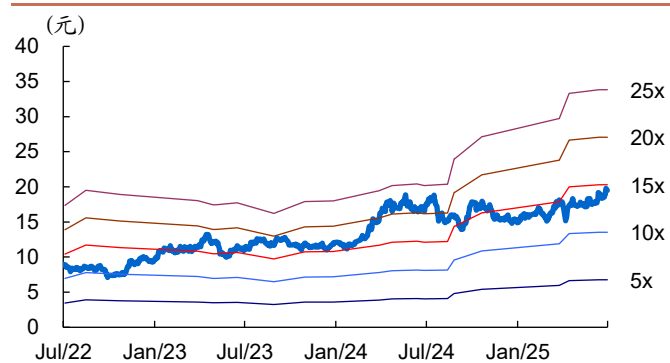
刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

赖如川 S1090523060003

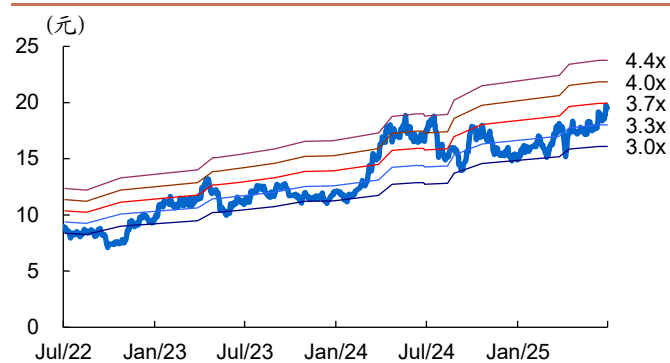
lairuchuan@cmschina.com.cn

图 1：紫金矿业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：紫金矿业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	77629	98939	131670	180144	235886
现金	18449	31691	47999	87079	136463
交易性投资	5307	7225	7225	7225	7225
应收票据	553	154	196	220	239
应收款项	7778	6812	8668	9721	10556
其它应收款	2798	3542	4507	5055	5489
存货	29290	33313	42450	47703	50897
其他	13455	16202	20625	23142	25016
非流动资产	265377	297672	299901	302106	304263
长期股权投资	31632	43085	43085	43085	43085
固定资产	81466	92307	102201	111230	119469
无形资产商誉	68584	69275	62348	56113	50502
其他	83695	93004	92268	91679	91208
资产总计	343006	396611	431572	482250	540149
流动负债	84182	99784	89704	94277	97058
短期借款	20989	30713	30713	30713	30713
应付账款	16284	20828	26540	29824	31821
预收账款	6251	6742	8591	9655	10301
其他	40658	41501	23859	24085	24222
长期负债	120460	119096	119096	119096	119096
长期借款	77531	61453	61453	61453	61453
其他	42930	57643	57643	57643	57643
负债合计	204643	218880	208800	213373	216154
股本	2633	2658	2658	2658	2658
资本公积金	25088	29848	29848	29848	29848
留存收益	79785	107279	142539	177663	219827
少数股东权益	30857	37945	47727	58708	71662
归属于母公司所有者权益	107506	139786	175045	210169	252333
负债及权益合计	343006	396611	431572	482250	540149

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	36860	48860	54812	64165	75388
净利润	26540	39393	52483	58916	69498
折旧摊销	10100	10376	15735	15760	15808
财务费用	3583	2763	1951	1567	1213
投资收益	(3524)	(4762)	(6888)	(7257)	(7554)
营运资金变动	1401	578	(8469)	(4820)	(3577)
其它	(1239)	512	0	0	0
投资活动现金流	(33965)	(32238)	(11077)	(10708)	(10411)
资本支出	(30429)	(24798)	(17965)	(17965)	(17965)
其他投资	(3536)	(7441)	6888	7257	7554
筹资活动现金流	(5817)	(4429)	(27427)	(14377)	(15594)
借款变动	2667	(14814)	(18035)	0	0
普通股增加	(0)	25	(0)	0	0
资本公积增加	25	4760	0	0	0
股利分配	(6582)	(6582)	(7442)	(12810)	(14380)
其他	(1927)	12181	(1951)	(1567)	(1213)
现金净增加额	(2922)	12193	16308	39080	49384

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	293403	303640	386392	433312	470547
营业成本	247024	241776	308088	346212	369397
营业税金及附加	4850	5819	7405	8304	9017
营业费用	766	738	811	867	894
管理费用	7523	7729	8114	8666	9411
研发费用	1567	1582	1700	1820	1929
财务费用	3268	2029	1951	1567	1213
资产减值损失	(482)	(725)	(400)	(400)	(400)
公允价值变动收益	(19)	948	948	948	948
其他收益	542	616	616	616	616
投资收益	3491	4020	5323	5692	5989
营业利润	31937	48827	64811	72732	85840
营业外收入	120	141	141	141	141
营业外支出	769	890	890	890	890
利润总额	31287	48078	64062	71983	85091
所得税	4748	8685	11579	13068	15593
少数股东损益	5420	7342	9782	10981	12953
归属于母公司净利润	21119	32051	42701	47935	56544

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	9%	3%	27%	12%	9%
营业利润	3%	53%	33%	12%	18%
归母净利润	5%	52%	33%	12%	18%
获利能力					
毛利率	15.8%	20.4%	20.3%	20.1%	21.5%
净利率	7.2%	10.6%	11.1%	11.1%	12.0%
ROE	21.5%	25.9%	27.1%	24.9%	24.5%
ROIC	12.2%	15.0%	17.8%	17.6%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	59.7%	55.2%	48.4%	44.2%	40.0%
净负债比率	34.0%	27.8%	21.4%	19.1%	17.1%
流动比率	0.9	1.0	1.5	1.9	2.4
速动比率	0.6	0.7	1.0	1.4	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	8.6	7.7	8.1	7.7	7.5
应收账款周转率	34.6	39.7	48.8	46.1	45.4
应付账款周转率	16.6	13.0	13.0	12.3	12.0
每股资料(元)					
EPS	0.79	1.21	1.61	1.80	2.13
每股经营净现金	1.39	1.84	2.06	2.41	2.84
每股净资产	4.04	5.26	6.59	7.91	9.49
每股股利	0.02	0.03	0.05	0.05	0.06
估值比率					
PE	24.5	16.2	12.1	10.8	9.2
PB	4.8	3.7	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	6.2	4.5	3.2	2.9	2.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。