

收购 Raygorodok 金矿，强化中亚资源布局

2025 年 6 月 30 日

核心观点

- 事件：**6 月 30 日公司发布公告，旗下紫金黄金国际及其新加坡金哈矿业公司，拟以 12 亿美元的价格（对价按目标公司于 2025 年 9 月 30 日基准日“无现金、无负债”原则厘定，最终于基准日据实调整），收购哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目 100% 权益。
- RG 金矿资源量丰富，开发前景较高。**RG 金矿位于哈萨克斯坦北部的阿克莫拉州（Akmola），包括相距 2 公里的北、南两个露天采坑；项目为在产矿山，供水、供电、通讯等生产基础设施条件良好。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。RG 金矿原规划设计露采境界内保有储量（金价 1750 美元/盎司）：矿石量 9490 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。
- 项目选矿工艺成熟，产量有待进一步释放。**RG 金矿项目以处理氧化矿为主的堆浸系统于 2016 年投产，2022 年新建投产炭浆氰化选厂，开始处理原生矿石，终端产品为合质金（金锭），自此项目产能和效益显著提升，2022-2024 年，矿山分别生产金 2、5.9、6 吨。RG 金矿预计剩余服务年限 16 年（2025-2040 年），年均产金约 5.5 吨。根据公司技术团队初步研究，通过露采境界优化、选矿工艺流程调整等改进措施，项目采选规模有望提高至 1000 万吨/年，项目产量及经济效益将进一步提高。
- 项目收购对价合理，成本优势显著，有望带动公司盈利再上新台阶。**RG 金矿项目 2024 年实现销售收入 4.73 亿美元、净利润 2.02 亿美元。按 2024 年净利润测算本次收购项目 PE 为 5.9x，显著低于 2024 年底 A 股黄金上市公司 20x 以上 PE；对应单吨黄金资源量对价为 0.35 亿元，对比今年交割的 Akyem 金矿为 0.41 亿元（含地采资源储备）。RG 金矿储量平均品位 1.06 克/吨，高于公司主力金矿罗斯贝尔金矿、诺顿金田。2024 年项目矿山现金成本为 796 美元/盎司（不含堆浸），低于 24Q2 全球金矿平均现金成本 938 美元/盎司。该项目选矿工艺成熟，综合成本优势显著，盈利能力突出，并购当年即可为公司贡献产量和利润。
- 投资建议：**RG 金矿为大型在产露天矿山，不考虑扩产情况，年产金约 5.5 吨；2024 年公司矿产金 73 吨，该项目对实现公司规划的 2028 年矿产金 100-110 吨产量目标具有重要战略意义。RG 金矿也将与公司在塔吉克斯坦的吉劳/塔罗金矿和吉尔吉斯斯坦的左岸金矿形成良好协同效应，利于公司未来进一步深耕矿产资源丰富的中亚地区。此外，若 RG 金矿顺利交割，也将提升紫金黄金国际的上市竞争力。考虑到卡库拉矿山西区停产 20 天后重启井下采矿作业，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 412.24、476.14、505.53 亿元，对应 EPS 为 1.55、1.79、1.90 元，对应 PE 为 12.6、10.9、10.3x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 金铜价格大幅下跌的风险；2) 公司新建项目投产不及预期的风险；3) 公司新增产能释放不及预期的风险；4) 海外地缘政治变化的风险；5) 中美关税贸易战高于预期的风险。

紫金矿业（股票代码：601899.SH）**推荐** 维持评级

分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

孙雪琪

☎：021-20252048

✉：sunxueqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525040002

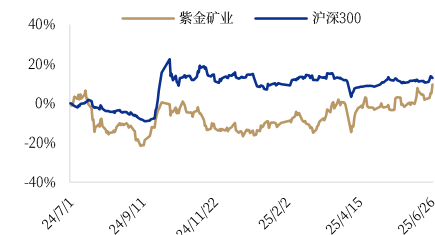
市场数据

2025-6-27

股票代码	601899
A 股收盘价(元)	19.78
上证指数	3,424.23
总股本(万股)	2,657,757
实际流通 A 股(万股)	2,058,794
流通 A 股市值(亿元)	4,072

相对沪深 300 表现图

2025-6-27



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河有色】公司点评_紫金矿业：铜金量价齐升，单季利润创历史新高

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	3036.40	3251.00	3457.41	3572.70
收入增长率%	3.49	7.07	6.35	3.33
归母净利润（亿元）	320.51	412.24	476.14	505.53
利润增速%	51.76	28.62	15.50	6.17
毛利率%	20.37	23.33	24.45	25.19
摊薄 EPS(元)	1.21	1.55	1.79	1.90
PE	16.17	12.57	10.88	10.25
PB	3.71	2.95	2.32	1.89
PS	1.71	1.59	1.50	1.45

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	989.39	1013.75	1260.73	1537.17
现金	316.91	356.57	589.31	858.07
应收账款	68.12	84.95	89.06	91.92
其它应收款	35.59	34.64	35.93	37.43
预付账款	42.01	31.54	32.16	33.31
存货	333.13	288.96	294.83	295.08
其他	193.63	217.08	219.44	221.36
非流动资产	2976.72	3319.50	3632.78	3944.78
长期投资	430.85	522.71	609.09	697.65
固定资产	923.07	1001.61	1070.81	1134.03
无形资产	685.88	753.43	809.39	871.30
其他	936.91	1041.76	1143.50	1241.80
资产总计	3966.11	4333.25	4893.52	5481.95
流动负债	997.84	958.56	980.00	994.33
短期借款	307.13	307.13	307.13	312.13
应付账款	184.23	135.92	142.73	145.19
其他	506.48	515.51	530.14	537.00
非流动负债	1190.96	1140.25	1091.25	1041.25
长期借款	614.53	564.53	514.53	464.53
其他	576.43	575.73	576.73	576.73
负债合计	2188.80	2098.81	2071.25	2035.58
少数股东权益	379.45	476.15	587.84	706.42
归属母公司股东权益	1397.86	1758.29	2234.43	2739.95
负债和股东权益	3966.11	4333.25	4893.52	5481.95

现金流量表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	488.60	541.38	680.23	717.21
净利润	393.93	508.94	587.83	624.10
折旧摊销	106.17	106.76	108.67	118.35
财务费用	27.63	57.32	54.85	52.46
投资损失	-47.62	-72.60	-82.16	-86.54
营运资金变动	2.94	-65.12	0.19	-5.35
其它	5.55	6.08	10.85	14.18
投资活动现金流	-322.38	-375.50	-343.65	-350.99
资本支出	-244.26	-353.86	-338.92	-348.33
长期投资	-95.53	-92.60	-86.88	-89.19
其他	17.40	70.96	82.16	86.54
筹资活动现金流	-44.29	-125.16	-103.85	-97.46
短期借款	97.24	0.00	0.00	5.00
长期借款	-160.78	-50.00	-50.00	-50.00
其他	19.26	-75.16	-53.85	-52.46
现金净增加额	119.56	39.67	232.74	268.76

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3036.40	3251.00	3457.41	3572.70
营业成本	2417.76	2492.38	2611.90	2672.85
营业税金及附加	58.19	62.30	66.26	68.46
营业费用	7.38	8.30	8.91	9.19
管理费用	77.29	81.27	86.44	89.32
财务费用	20.29	34.64	30.58	28.89
资产减值损失	-7.27	-6.18	-6.12	-6.18
公允价值变动收益	9.48	0.00	0.00	0.00
投资净收益	40.20	72.60	82.16	86.54
营业利润	488.27	624.15	720.12	767.25
营业外收入	1.41	3.00	5.00	0.00
营业外支出	8.90	8.00	10.00	8.00
利润总额	480.78	619.15	715.12	759.25
所得税	86.85	110.21	127.29	135.15
净利润	393.93	508.94	587.83	624.10
少数股东损益	73.42	96.70	111.69	118.58
归属母公司净利润	320.51	412.24	476.14	505.53
EBITDA	568.48	760.55	854.38	906.49
EPS (元)	1.21	1.55	1.79	1.90

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3.49%	7.07%	6.35%	3.33%
营业利润	52.89%	27.83%	15.38%	6.55%
归属母公司净利润	51.76%	28.62%	15.50%	6.17%
毛利率	20.37%	23.33%	24.45%	25.19%
净利率	10.56%	12.68%	13.77%	14.15%
ROE	22.93%	23.45%	21.31%	18.45%
ROIC	11.59%	14.49%	14.43%	13.42%
资产负债率	55.19%	48.44%	42.33%	37.13%
净负债比率	66.06%	50.06%	29.65%	15.18%
流动比率	0.99	1.06	1.29	1.55
速动比率	0.51	0.61	0.84	1.11
总资产周转率	0.82	0.78	0.75	0.69
应收账款周转率	41.62	42.48	39.74	39.48
应付账款周转率	14.72	15.57	18.75	18.57
每股收益	1.21	1.55	1.79	1.90
每股经营现金	1.84	2.04	2.56	2.70
每股净资产	5.26	6.62	8.41	10.31
P/E	16.17	12.57	10.88	10.25
P/B	3.71	2.95	2.32	1.89
EV/EBITDA	9.13	7.46	6.31	5.61
P/S	1.71	1.59	1.50	1.45

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师；孙雪琪，有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn