



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	19.50
总股本/流通股本(亿股)	265.78 / 205.88
总市值/流通市值(亿元)	5,183 / 4,015
52周内最高/最低价	19.78 / 14.15
资产负债率(%)	55.2%
市盈率	16.12
第一大股东	闽西兴杭国有资产投资 经营有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340124050015
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

紫金矿业(601899)

拟收购哈国金矿，全球布局更进一步

● 公司拟收购哈萨克斯坦 RG 金矿 100%权益

紫金矿业全资子公司紫金黄金国际(拟分拆至香港联合交易所上市的主体)，拟以 12 亿美元对价，收购 Cantech 持有的 RG 金矿项目 100%权益，具体收购标的由 Cantech 持有的 RGG (持有矿山资产) 100%权益和 RGP (持有选厂资产) 100%权益组成。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，具体所需支付的收购对价，由交易各方根据基准日财务报表中现金、运营资金及有息负债等情况据实调整。

● RG 金矿项目保有资源量可观，存在扩产空间

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；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；2022 年至 2024 年，项目产金分别为 2.0 吨、5.9 吨和 6.0 吨。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。

根据原业主提供的数据，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，通过露采境界优化、选矿工艺流程调整等改进措施，项目产量及经济效益有望进一步提高。

● 全球化布局更进一步，助力公司 2028 年产量目标

RG 金矿为大型在产露天矿山，综合成本较低，盈利能力较强，且在生产运营方面仍有进一步提升空间，并购当年即可为公司贡献产量和利润，并助力公司 2028 年产量规划目标的实现(2028 年公司矿产金产量目标为 100-110 吨)。

本次交易符合公司加大对中国周边国家重大资源项目并购的战略导向，哈萨克斯坦矿业投资环境较好，RG 金矿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，有助于公司未来进一步深耕矿产资源丰富的中亚地区，优化全球资源配置。

若 RG 金矿顺利交割，将显著提升紫金黄金国际的资产规模、盈利水平及全球行业地位，助力紫金黄金国际在国际资本市场的上市发行工作。

● 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，随着金价中枢稳健上移，铜价高位震荡，公司铜金产销量稳中有升，预计归母净利润为 405.65/440.45/500.11 亿元，YOY 为 26.57%/8.58%/13.54%，对应 PE 为 12.78/11.77/10.36。公司若成功分拆黄金子公司于港交所上市，有望重塑黄金业务估值。综上，维持“买入”评级。

● 风险提示

金铜价格超预期下跌，收购方案仍存在不确定性、分拆上市预案仍具有不确定性等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	303640	397270	413292	426262
增长率(%)	3.49	30.84	4.03	3.14
EBITDA（百万元）	56848.01	75239.28	84506.65	96942.99
归属母公司净利润（百万元）	32050.60	40564.88	44045.41	50011.34
增长率(%)	51.76	26.57	8.58	13.54
EPS（元/股）	1.21	1.53	1.66	1.88
市盈率（P/E）	16.17	12.78	11.77	10.36
市净率（P/B）	3.71	3.10	2.62	2.23
EV/EBITDA	9.13	8.26	7.09	5.88

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	303640	397270	413292	426262	营业收入	3.5%	30.8%	4.0%	3.1%
营业成本	241776	319609	328048	329877	营业利润	52.9%	23.4%	12.8%	16.3%
税金及附加	5819	7945	8266	8525	归属于母公司净利润	51.8%	26.6%	8.6%	13.5%
销售费用	738	953	992	1023	获利能力				
管理费用	7729	8740	9092	9378	毛利率	20.4%	19.5%	20.6%	22.6%
研发费用	1582	1986	2066	2131	净利率	10.6%	10.2%	10.7%	11.7%
财务费用	2029	5439	5605	5785	ROE	22.9%	24.2%	22.3%	21.6%
资产减值损失	-727	-550	-550	-550	ROIC	11.6%	13.9%	13.3%	13.2%
营业利润	48827	60231	67922	78961	偿债能力				
营业外收入	141	120	120	120	资产负债率	55.2%	53.5%	51.1%	49.3%
营业外支出	890	800	800	800	流动比率	0.99	1.37	1.79	2.23
利润总额	48078	59551	67242	78281	营运能力				
所得税	8685	10124	12104	14090	应收账款周转率	41.62	46.02	38.81	38.74
净利润	39393	49428	55139	64190	存货周转率	7.72	9.36	9.31	9.34
归母净利润	32051	40565	44045	50011	总资产周转率	0.82	0.93	0.84	0.76
每股收益(元)	1.21	1.53	1.66	1.88	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.21	1.53	1.66	1.88
货币资金	31691	71215	111452	166249	每股净资产	5.26	6.30	7.44	8.73
交易性金融资产	5998	6098	6598	7398	估值比率				
应收票据及应收账款	6966	11171	11593	11928	PE	16.17	12.78	11.77	10.36
预付款项	4201	3196	3280	3299	PB	3.71	3.10	2.62	2.23
存货	33313	35012	35450	35153	现金流量表				
流动资产合计	98939	146486	189816	247714	净利润	39393	49428	55139	64190
固定资产	92307	105392	120743	134584	折旧和摊销	10617	10249	11660	12877
在建工程	40055	36821	33911	31292	营运资本变动	294	-6801	-808	-1231
无形资产	68588	69538	70488	71438	其他	-1444	-555	-659	-724
非流动资产合计	297672	314003	332923	351676	经营活动现金流净额	48860	52320	65331	75112
资产总计	396611	460489	522740	599390	资本开支	-24426	-21683	-25682	-25710
短期借款	30713	35713	31713	34713	其他	-7813	2081	2597	2168
应付票据及应付账款	20828	19976	20503	20617	投资活动现金流净额	-32238	-19602	-23086	-23542
其他流动负债	48243	51267	53731	55636	股权融资	5821	0	0	0
流动负债合计	99784	106956	105947	110967	债务融资	6866	25900	18900	27000
其他	119096	139296	161196	184296	其他	-17116	-18857	-20908	-23773
非流动负债合计	119096	139296	161196	184296	筹资活动现金流净额	-4429	7043	-2008	3227
负债合计	218880	246251	267143	295262	现金及现金等价物净增加额	11956	39524	40237	54797
股本	2658	2658	2658	2658					
资本公积金	28713	28713	28713	28713					
未分配利润	93078	114638	138298	165148					
少数股东权益	37945	46808	57901	72080					
其他	15337	21420	28027	35529					
所有者权益合计	177731	214237	255597	304128					
负债和所有者权益总计	396611	460489	522740	599390					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048