

25H1 业绩再创新高，紫金黄金国际港股上市进程或加速

紫金矿业 (2899.HK)

核心观点

- 1、受益于金铜量价齐升，2025H1 公司实现归母净利润约 232 亿元，同比+54%；2025Q2 公司实现归母净利润约 130 亿元，同比+47%，环比+27%。
- 2、拟分拆紫金黄金国际至港股上市，公司黄金资产价值有望重估。6 月 30 日，紫金黄金国际向港交所递交申请资料，其上市进程或加速。
- 3、收购哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿，该项目为大型在产露天矿山，资源量大，服务期长，并购有利于进一步增厚公司黄金板块资源储备。

事件

公司发布 2025 年半年度业绩预增公告

公司预计 2025 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润约人民币 232 亿元，与上年同期相比将增加约 81 亿元，同比增加约 54%。

公司发布《关于分拆所属子公司至香港联交所上市的进展公告》

2025 年 6 月 30 日，公司收到紫金黄金国际通知，紫金黄金国际已于当日向香港联交所递交了首次公开发行股票并在香港联交所主板上市的申请资料，且刊登于香港联交所网站。

公司发布《关于收购哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目的公告》紫金黄金国际、金哈矿业于 2025 年 6 月 29 日与 Cantech 签署协议，金哈矿业拟收购 Cantech 持有的 RGG 和 RGP100%权益，获得哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目 100%权益。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。

维持

买入

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

010-56135290

SAC 编号:S1440521110005

覃静

qinjing@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080002

SFC 编号:BWC080

邵三才

shaosancai@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070004

发布日期：2025 年 07 月 21 日

当前股价：20.95 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.35/2.82	21.66/5.63	23.53/-16.42
12 月最高/最低价 (港元)		21.25/13.78
总股本 (万股)		2,657,757.39
流通 H 股 (万股)		598,884.00
总市值 (亿港元)		5,655.30
流通市值 (亿港元)		1,254.66
近 3 月日均成交量 (万)		5232.31
主要股东		
闽西兴杭国有资产投资经营有限公司		22.89%

股价表现



相关研究报告

简评

1、金铜量价齐升，公司上半年实现归母净利润约 232 亿元

(1) 量：2025H1 公司矿产金/铜产量同增 17%/10%

2025 年上半年，公司实现矿产铜产量 57 万吨，同比+10%；矿产金产量 41 吨，同比+17%；矿产锌（铅）产量 20 万吨，同比-9%；矿产银产量 223 吨，同比+6%；碳酸锂产量 7315 吨，同比+2961%。其中，矿产金产量显著释放，增速节节攀升，二季度单季产量已达 22 吨。

公司旗下一批重点金铜项目正迎来新突破：

- 金板块：提升加纳阿基姆金矿采矿效率和高品位矿石供应，加快释放产量；高效推动苏里南罗斯贝尔金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿等南美项目提升采选能力，确保年度产量目标；参股的山东海域金矿已于 6 月底实现选矿厂带水试车，为投产运营奠定坚实基础；
- 铜板块：西藏巨龙铜矿二期按期推进，多个关键工程上半年已提前完成，将于今年底建成投产；卡莫阿铜矿 50 万吨/年铜冶炼厂将于 2025 年 9 月点火。

(2) 价：2025H1 黄金/铜均价同增 38%/4%

2025 年上半年，SHFE 黄金均价 723 元/克，同比+38%；SHFE 铜均价 7.75 万元/吨，同比+4%。

(3) 中长期持续看好金/铜价格中枢提升

黄金：7 月 7 日，特朗普延长原本于 7 月 9 日到期的对等关税暂停命令，陆续通过“关税信函”方式通知 8 月 1 日起对日、韩等 21 个国家征收 20%到 40%不等的关税，信函威胁的关税税率与 4 月 2 日对等关税差距不大，重新拟定的关税税率取决于美国对关税谈判进展的认可程度。新一轮关税威胁再起，避险情绪推升金价。此外，近期特朗普及其政府针对美联储主席鲍威尔的抨击不断，解雇鲍威尔的讨论一旦成真将损伤美联储的独立性，弱化美元的信用。另外，联储官员鲍曼、沃勒表示支持 7 月降息，不断强化弱美元预期。

铜：50%关税若落地，铜由抢出口的结构行情过渡到全球供需缺口的总量行情。特朗普称 8 月 1 日将落地 50%的铜关税，针对特定商品的 232 调查采用一系列立法程序，调查结果一经国会认可，则能够长期有效。全球总量今年是 10-20 万吨的缺口，铜价格会从抢运的结构行情回归到总量的缺口行情，另外，美国作为重要的废铜出口国，50%的税差会限制废铜的流出，加剧铜元素的紧张。因此，预计 LME 和 SHFE 跌幅有限，回归到结构性行情交易之前的 LME9500-9600 平台，对应国内 78000 中枢，权益标的仍能享受高铜价带来的行业高利润。

2、拟分拆紫金黄金国际至港股上市，黄金资产价值有望重估

近 5 年来，公司归母净利润的复合增长率近 50%，且其经营性现金流常年高于归母净利润，此外，受益于金价上涨，黄金业务在公司毛利占比中持续提升，但公司估值远低于全球铜金巨头平均 20 倍的市盈率，存在显著低估。

根据公司 2024 年报，公司境外黄金资产资源量占黄金总资源量的 67%，境外矿产金产量占黄金总产量的 67%。本次分拆上市所涉资产全部为公司境外的黄金矿山资产，由多座世界级大型矿山组成，主要包括位于南美、中亚、非洲和大洋洲的黄金矿山。

本次分拆上市恰逢黄金价格上行周期，有利于推动公司黄金资产价值重估。此外，有望推进公司国际化进程、拓宽国际优质投资者渠道、提升境外资本市场融资和并购交易中的竞争力和灵活性。

2025 年 6 月 30 日，紫金黄金国际向香港联交所递交了首次公开发行股票并在香港联交所主板上市的申请资料，且刊登于香港联交所网站。**紫金黄金国际港股上市进程或加速。**

图表 1: 公司业务“含金量”不断提升

各矿种毛利占比及矿产金产量规划/吨



数据来源：公司公告，中信建投证券

3、拟并购哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿，进一步增厚公司黄金板块资源储备

紫金黄金国际、金哈矿业于 2025 年 6 月 29 日与 Cantech 签署协议，金哈矿业拟收购 Cantech 持有的 RGG 和 RGP100%权益，获得哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目 100%权益。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。

Raygorodok 金矿保有资源量（金价 2000 美元/盎司）：控制+推断级别金金属量 242.1 吨（平均品位 1.01 克/吨）；2022~2024 年分别生产金 2 吨、5.9 吨和 6 吨，预计剩余服务年限 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。

投资建议：预计公司 2025 年-2027 年归母净利分别为 434 亿元、492 亿元、541 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 11.73、10.35、9.41 倍，考虑到公司行业地位、成长性及低成本优势，给予公司“买入”评级。

图表 2：公司重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	293,403.24	303,639.96	379,978.80	406,366.83	438,706.58
增长率（%）	8.54	3.49	25.14	6.94	7.96
净利润（百万元）	21,119.42	32,050.60	43,406.81	49,219.02	54,097.76
增长率（%）	5.38	51.76	35.43	13.39	9.91
ROE（%）	19.64	22.93	23.69	21.18	18.88
EPS（元/股，摊薄）	0.79	1.21	1.63	1.85	2.04
P/E（倍）	24.12	15.89	11.73	10.35	9.41
P/B（倍）	4.74	3.64	2.78	2.19	1.78

资料来源：Wind，中信建投

风险分析

（1）铜价波动风险。矿产铜业务是公司的主要毛利来源，2024 年铜矿业务毛利占比约 45.0%；铜价受供求关系、货币政策等因素的影响。铜价的波动，将对公司的营收和利润带来一定影响。根据我们测算，若铜价下跌 5%/10%，公司归母净利润将下降 2.5%/5%。

（2）原材料价格上涨。若原材料、人力成本等价格上涨，将对公司盈利能力造成不利影响。

（3）矿产开发政策收紧。若矿产开发相关政策收紧，或将影响公司金属产品的生产。

（4）主要项目进展不及预期。若公司矿产铜金项目扩产进度不及预期，或将影响公司远期产量目标达成。

分析师介绍

王介超

金属新材料首席分析师，中南大学硕士，高级工程师，一级建造师，咨询师，曾主编 GB/T18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利，擅长金属新材料及建筑材料产业研究，上榜新财富最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色最佳分析师，wind 金牌分析师，水晶球钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师等。

覃静

中信建投证券金属和金属新材料研究员，一级建造师，有色期货研究 10 年，大类资产配置商品策略分析 2 年。曾任国内头部期货公司有色研究负责人，为国内多家上市企业提供风险管理指导，善于供需与宏观结合，兼顾卖方系统研究与买方战略布局，挖掘行业投资机会，曾获“上期所最佳产业分析师”。

邵三才

中信建投证券金属新材料分析师，上海财经大学投资学本硕，2022 年加入中信建投证券，2023 年新财富、金牛奖团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk