

2025 年秋季策略会速递—— 看好紫金矿业价值提升

华泰研究

2025 年 8 月 29 日 | 中国内地/中国香港

动态点评

有色金属

8 月 28 日紫金矿业出席了我们组织的 2025 年秋季策略会，会上公司就 2025H1 经营情况进行了回顾分析、对未来扩张进行了展望。我们看好紫金矿业的价值提升，三个逻辑：1) 公司成长性较强；2) 看好铜、金价格；3) 黄金价值有望重估。我们维持“买入”评级。

核心亮点：

1、公司 2025Q2 业绩表现亮眼：2025 H1 公司实现营收 1677.11 亿元 (yoy+11.50%)，归母净利 232.92 亿元 (yoy+54.41%)，扣非净利 216.24 亿元 (yoy+40.12%)。其中 Q2 实现营收 887.83 亿元 (yoy+17.38%，qoq+12.49%)，归母净利 131.25 亿元 (yoy+48.75%，qoq+29.10%)，扣非净利 117.43 亿元 (yoy+27.51%，qoq+18.84%)，环比提升显著主因黄金板块量价齐升、投资净收益增加较多。2025Q2 黄金产量环比增加 3.1 吨至 22.1 吨，沪金价格环比+15%至 770 元/克。公司投资净收益主要包括诺顿金田处置资源收益、商品套保收益、股票浮盈及平仓收益。

2、公司 2025H1 成本已处于全球头部企业最低水平：我们测算矿产金成本环比上升 8.21%、矿产铜成本环比上升 1.2%，矿产金成本增加较多或与加纳金矿/秘鲁铜金矿并表、新疆金矿生物氧化未达标有关。展望未来，公司将通过重新评估加纳金矿资源模型、延长矿山寿命；通过在秘鲁铜矿使用电卡替代租赁矿卡等措施降低成本。实际上，公司具备较强的控本能力、且成本属于全球较低水平。2025H1 公司矿产铜/矿产金成本分别位于全球头部铜/金企业最低/第二低水平，铜 C1 成本为 0.66 美元/磅、金 AISC 成本为 1377 美元/盎司。

3、公司扩张规划清晰，内外并举储备资源：紫金矿业已成为一家面向全球范围内从事矿产资源勘查、开发及工程设计、技术应用研究的大型跨国矿业集团。在境外 17 个国家和中国 17 省（自治区）拥有超 30 座大型、超大型矿产资源开发基地。截至 2024 年，公司矿产铜/金产量达 107 万吨/73 吨；截至 2025H1，公司矿产铜/金产量排名已达第 4/5 位。但公司扩张脚步仍未停止，规划 2028 年矿产铜/金产量达 150-160 万吨/100-110 吨。2025H1 公司完成对藏格矿业的控制权收购、完成加纳阿基姆金矿交割、完成哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿收购协议签署；公司自主找矿勘探成果丰硕，权益口径资源量较年初新增铜资源量 204.9 万吨，储量 132.2 万吨；新增金资源量 88.8 吨，金储量 34.5 吨；新增当量碳酸锂资源量 83.4 万吨，储量 35.8 万吨，均远超过同期开采量。

盈利预测与估值

我们维持 2025-2027 年归母净利分别为 454/515/582 亿元，分部估值：铜/金/锌等其他毛利占比 40/46/14%，可比公司 Wind 一致预期 PE 均值 15/19/16X (25E)；A/H 股近 1 个月平均折价率 1.60%；审慎起见，我们暂时维持公司目标估值 25 年 PE 15/19/16X，对应 A/H 目标价 28.80 元/32.16 港元。

风险提示：金属价格上涨不及预期、公司投产进展不及预期。

	2899 HK	601899 CH
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：32.16	人民币：28.80

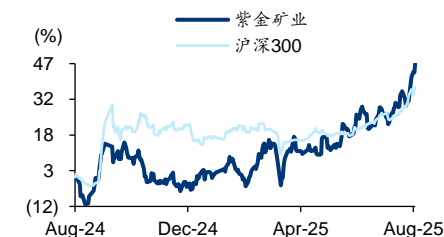
李斌 研究员
SAC No. S0570517050001 libin@htsc.com
SFC No. BPN269 +(86) 10 6321 1166

黄自迪* 研究员
SAC No. S0570525070001 huangzidi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	2899 HK	601899 CH
目标价	32.16	28.80
收盘价(截至 8 月 29 日)	25.58	23.08
市值(百万)	679,854	613,410
6 个月平均日成交额(百万)	1,100	3,243
52 周价格范围	13.52-26.00	14.15-23.08
BVPS	5.29	5.35

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	303,640	360,933	388,051	412,037
+/-%	3.49	18.87	7.51	6.18
归属母公司净利润(百万)	32,051	45,418	51,461	58,195
+/-%	51.76	41.71	13.30	13.08
EPS(最新摊薄)	1.21	1.71	1.94	2.19
ROE(%)	25.92	28.85	26.57	24.95
PE(倍)	19.14	13.51	11.92	10.54
PB(倍)	4.39	3.50	2.89	2.41
EV EBITDA(倍)	12.66	9.67	8.47	7.29
股息率(%)	1.65	2.33	2.64	2.99

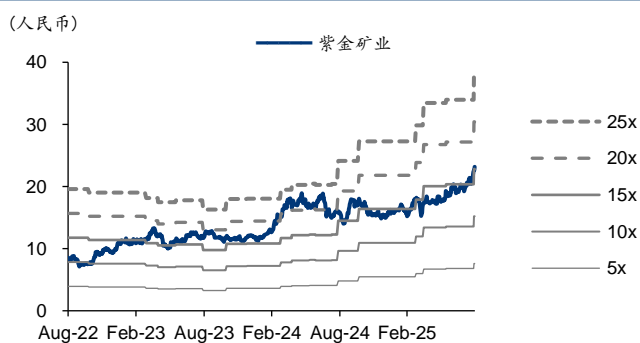
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图1: A股可比公司估值

可比公司	Bloomberg 代码	PE 估值 (2025E)
铜		
洛阳钼业	603993 CH	17
西部矿业	601168 CH	12
金诚信	603979 CH	18
平均		15
黄金		
山东黄金	600547 CH	24
山金国际	000975 CH	16
赤峰黄金	600988 CH	17
平均		19
锌		
驰宏锌锗	600497 CH	16
株冶集团	600961 CH	12
金徽股份	603132 CH	21
平均		16
整体 (A股)		
		17

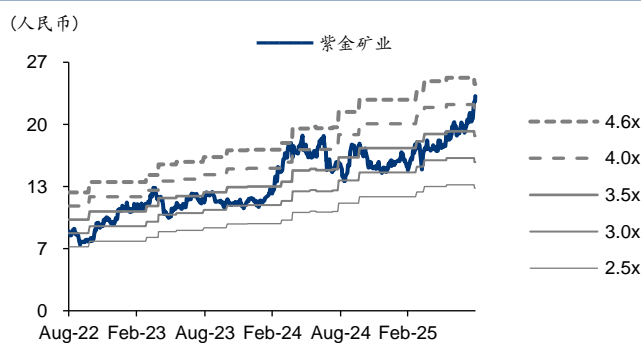
注: 数据截至 2025 年 8 月 29 日; PE 估值为 Wind 一致预期、A/H 折价率 1.36%、港元兑人民币汇率 0.91
 资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图2: 紫金矿业 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图3: 紫金矿业 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	77,629	98,939	107,885	112,120	122,708
现金	18,449	31,691	37,671	40,501	49,847
应收账款	7,778	6,812	8,097	8,705	9,243
其他应收账款	2,834	3,559	4,231	4,548	4,830
预付账款	2,677	4,201	4,994	5,369	5,701
存货	29,290	33,313	33,313	33,313	33,313
其他流动资产	16,601	19,363	19,580	19,683	19,774
非流动资产	265,377	297,672	337,258	378,083	411,475
长期投资	31,632	43,085	57,040	72,627	81,115
固定投资	81,466	92,307	112,703	134,077	155,877
无形资产	67,892	68,588	66,792	64,740	62,696
其他非流动资产	84,387	93,691	100,723	106,639	111,788
资产总计	343,006	396,611	445,144	490,203	534,183
流动负债	84,182	99,784	109,258	113,227	109,806
短期借款	20,989	30,713	38,192	38,102	30,713
应付账款	14,428	18,423	21,261	22,440	23,588
其他流动负债	48,765	50,648	49,806	52,684	55,505
非流动负债	120,460	119,096	112,720	104,775	95,296
长期借款	77,531	61,453	55,077	47,132	37,653
其他非流动负债	42,930	57,643	57,643	57,643	57,643
负债合计	204,643	218,880	221,978	218,001	205,102
少数股东权益	30,857	37,945	48,061	59,949	74,849
股本	2,633	2,658	2,658	2,658	2,658
资本公积	25,866	28,713	28,713	28,713	28,713
留存公积	70,637	94,445	132,480	175,866	225,928
归属母公司股东权益	107,506	139,786	175,104	212,253	254,232
负债和股东权益	343,006	396,611	445,144	490,203	534,183

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	36,860	48,860	65,368	74,104	82,145
净利润	26,540	39,393	55,534	63,348	73,095
折旧摊销	10,263	10,617	11,091	13,295	15,629
财务费用	3,268	2,029	2,235	2,265	1,647
投资损失	(3,491)	(4,020)	(5,759)	(4,974)	(8,487)
营运资金变动	237.18	(64.38)	3,186	1,081	1,166
其他经营现金	42.63	905.25	(919.07)	(910.93)	(903.74)
投资活动现金	(33,965)	(32,238)	(43,891)	(48,119)	(39,506)
资本支出	(30,429)	(24,798)	(36,500)	(38,500)	(40,500)
长期投资	(4,468)	(7,001)	(13,956)	(15,587)	(8,487)
其他投资现金	932.38	(440.14)	6,565	5,968	9,482
筹资活动现金	(5,817)	(4,429)	(15,497)	(23,155)	(33,293)
短期借款	(2,677)	9,724	7,479	(89.39)	(7,389)
长期借款	8,711	(16,078)	(6,376)	(7,945)	(9,478)
普通股增加	(0.27)	25.13	(0.03)	0.00	0.00
资本公积增加	314.55	2,847	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,166)	(946.33)	(16,600)	(15,121)	(16,426)
现金净增加额	(1,974)	11,956	5,980	2,830	9,346

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	293,403	303,640	360,933	388,051	412,037
营业成本	247,024	241,776	279,024	294,501	309,563
营业税金及附加	4,850	5,819	7,219	7,761	8,241
营业费用	766.39	737.71	794.05	853.71	906.48
管理费用	7,523	7,729	8,843	9,507	10,095
财务费用	3,268	2,029	2,235	2,265	1,647
资产减值损失	(385.33)	(727.19)	(360.93)	(388.05)	(412.04)
公允价值变动收益	(18.62)	948.45	1,000	1,000	1,000
投资净收益	3,491	4,020	5,759	4,974	8,487
营业利润	31,937	48,827	68,309	77,723	89,466
营业外收入	120.05	141.07	100.00	100.00	100.00
营业外支出	769.11	889.99	1,500	1,500	1,500
利润总额	31,287	48,078	66,909	76,323	88,066
所得税	4,748	8,685	11,375	12,975	14,971
净利润	26,540	39,393	55,534	63,348	73,095
少数股东损益	5,420	7,342	10,116	11,887	14,900
归属母公司净利润	21,119	32,051	45,418	51,461	58,195
EBITDA	44,531	60,668	79,513	91,107	104,518
EPS (人民币, 基本)	0.80	1.21	1.71	1.94	2.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	8.54	3.49	18.87	7.51	6.18
营业利润	3.20	52.89	39.90	13.78	15.11
归属母公司净利润	5.38	51.76	41.71	13.30	13.08
获利能力 (%)					
毛利率	15.81	20.37	22.69	24.11	24.87
净利率	9.05	12.97	15.39	16.32	17.74
ROE	21.50	25.92	28.85	26.57	24.95
ROIC	16.83	22.57	29.29	31.35	34.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.66	55.19	49.87	44.47	38.40
净负债比率 (%)	94.58	69.15	50.98	38.34	24.18
流动比率	0.92	0.99	0.99	0.99	1.12
速动比率	0.46	0.52	0.55	0.57	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.82	0.86	0.83	0.80
应收账款周转率	37.39	41.62	48.42	46.19	45.91
应付账款周转率	18.87	14.72	14.06	13.48	13.45
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.21	1.71	1.94	2.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.84	2.46	2.79	3.09
每股净资产(最新摊薄)	4.04	5.26	6.59	7.99	9.57
估值比率					
PE (倍)	29.04	19.14	13.51	11.92	10.54
PB (倍)	5.71	4.39	3.50	2.89	2.41
EV EBITDA (倍)	17.29	12.66	9.67	8.47	7.29

免责声明

分析师声明

本人, 李斌、黄自迪, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 紫金矿业（601899 CH）、紫金矿业（2899 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 紫金矿业（601899 CH）、紫金矿业（2899 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、黄自迪本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 紫金矿业（601899 CH）、紫金矿业（2899 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 紫金矿业（601899 CH）、紫金矿业（2899 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183
<https://www.htsc.com.sg>

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司