

紫金矿业 (601899.SH)

铜金产量双位数增长，业绩含金量提升

事件: 公司发布 2025 年半年度报告。上半年实现营业收入 1677 亿，同比+11.5%，归母净利润 233 亿，同比+54.4%；Q2 单季度实现营业收入 888 亿，同比+17.4%，环比+12.5%，归母净利润 131 亿，同比+48.8%，环比+29.1%。2025 年中期拟分红总额 58.5 亿，股利支付率达 25.1%。

矿产铜: 2025H1 产量 57 万吨，位列全球第四，产量增速位居前列。

产销量: 上半年矿产铜实现产量 57 万吨，同比+9%，增量主要来自卡莫阿、巨龙铜业、科卢韦齐铜矿等；实现销量 43.9 万吨，同比+6.1%；二季度矿产铜实现销量 21.9 万吨，环比基本持平。

成本: 上半年矿产铜单位成本 2.43 万元/吨，同比+8.2%，二季度单位成本 2.44 万元/吨，环比+1.2%。

业绩: 上半年实现收入 273 亿元，同比+12.7%，毛利 166 亿元，同比+11.4%，毛利占比 41.7%。二季度实现收入 136 亿元，环比-0.1%，毛利 82.7 亿元，环比-0.8%，毛利占比 38.0%。

矿产金: 2025H1 矿产金产量 41 吨，位列全球第 5，同比增长 16.2%，是全球增长最快的头部黄金公司之一。

产销量: 上半年矿产金实现产量 41 吨，同比+16.3%，增量主要来自山西紫金、波格拉（权益）、阿基姆金矿等，实现销量 38.2 吨，同比+14%。二季度矿产金实现销量 20.2 吨，环比+12%。

成本: 上半年矿产金单位成本 262 元/克，同比+15%，二季度单位成本 272 元/克，环比+8%。

业绩: 上半年实现收入 265 亿元，同比+62.2%，毛利 164 亿元，同比+89.2%，毛利占比 41.3%。Q2 实现收入 149 亿元，环比+29%，毛利 94.0 亿元，环比+34%，毛利占比 43.2%。

勘探+并购双轮驱动，持续夯实资源优势。

自主勘探方面: 公司自主找矿勘探成果丰硕，旗下塞尔维亚玛格铜金矿、澳大利亚诺顿金田、福建紫金山矿区勘查，苏里南罗斯贝尔金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿补勘等取得明显成效。紫金山矿区东北矿段完成评审备案，累计探获铜资源量 133 万吨、钼资源量 9 万吨，为近 20 年来福建省探获的最大斑岩型铜钼矿。公司成功中标沙特成矿区带地勘项目，实现中东地区绿地勘查业务布局。

外延并购方面: 公司创单笔最大投资纪录完成对 A 股上市矿企藏格矿业的控制权收购，新增战略性矿产钾资源储量，进一步增厚公司铜、锂金属资源储量，并实现对巨龙铜矿的绝对控股；连续斩获海外世界级在产黄金矿山，公司在高金价背景下依然以合理的价格，完成加纳阿基姆金矿交割及哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿收购协议的签署，实现在西非和中亚地区重要战略性布局。

铜、金远期增量指引明确，是具备成长性的全球铜金龙头。 2025 年公司铜、金产量指引分别为 115 万吨、85 吨，其中卡莫阿-卡库拉受淹井事件影响，全年产量计划从 52-58 万吨下调为 37-42 万吨，权益产量将相应减少 4.4-9.3 万吨，对公司影响有限。至 2028 年，公司规划实现矿产铜产量 150-160 万吨，矿产金产量 100-110 吨，矿产锌（铅）产量 55-60 万吨。

投资建议: 我们看好铜、金价格中枢维持高位，且公司铜、金产量有望稳定释放，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3644/4008/4409 亿元，归母净利润分别为 459/531/573 亿元，对应 PE 分别为 13.4/11.6/10.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示: 投产不及预期，金属价格波动，成本控制风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	293,403	303,640	364,368	400,805	440,885
增长率 yoy (%)	8.5	3.5	8.6	5.1	3.8
归母净利润 (百万元)	21,119	32,051	45,898	53,079	57,321
增长率 yoy (%)	5.4	51.8	43.2	15.6	8.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.79	1.21	1.73	2.00	2.16
净资产收益率 (%)	19.2	22.2	24.4	21.9	19.2
P/E (倍)	29.0	19.1	13.4	11.6	10.7
P/B (倍)	5.7	4.4	3.3	2.6	2.1

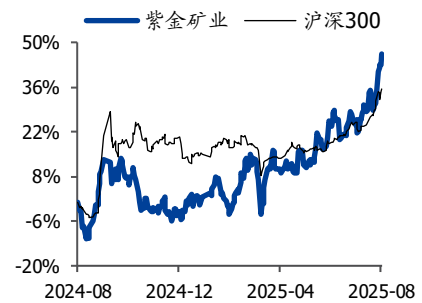
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	有色金属
前次评级	买入
08 月 29 日收盘价 (元)	23.08
总市值 (百万元)	613,410.41
总股本 (百万股)	26,577.57
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	171.39

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号: S0680524090002

邮箱: zhanghang@gszq.com

分析师 王瀚晨

执业证书编号: S0680525070012

邮箱: wanghanchen@gszq.com

相关研究

- 《紫金矿业 (601899.SH): 铜金产量双位数增长，金矿版图持续扩张》 2025-07-14
- 《紫金矿业 (601899.SH): 铜金价格托举业绩，产能增量释放再启新篇章》 2025-04-13
- 《紫金矿业 (601899.SH): 金铜板块齐发力，世界级资源旗舰扬帆启航》 2025-03-25

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	77629	98939	115155	136512	173093
现金	18449	31691	36586	60080	82866
应收票据及应收账款	8331	6966	11390	8801	13410
其他应收款	2834	3559	4113	4326	4956
预付账款	2677	4201	4053	5027	4961
存货	29290	33313	39804	39068	47692
其他流动资产	16048	19209	19209	19209	19209
非流动资产	265377	297672	336139	360237	384543
长期投资	31632	43085	58505	74060	89547
固定资产	81466	92307	110455	119303	127230
无形资产	67892	68588	74360	77142	80708
其他非流动资产	84387	93691	92820	89733	87057
资产总计	343006	396611	451294	496749	557636
流动负债	84182	99784	110755	110259	120310
短期借款	20989	30713	30713	30713	30713
应付票据及应付账款	16284	20828	22518	24239	27193
其他流动负债	46909	48243	57524	55307	62404
非流动负债	120460	119096	106514	87451	67849
长期借款	102818	100153	87571	68508	48906
其他非流动负债	17643	18943	18943	18943	18943
负债合计	204643	218880	217269	197710	188159
少数股东权益	30857	37945	49085	61604	75320
股本	2633	2658	2658	2658	2658
资本公积	25866	28713	28713	28713	28713
留存收益	70637	94445	149943	213878	283129
归属母公司股东权益	107506	139786	184939	237434	294157
负债和股东权益	343006	396611	451294	496749	557636

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	36860	48860	65313	80135	80612
净利润	26540	39393	57038	65598	71036
折旧摊销	10153	10428	12353	14544	16509
财务费用	3268	2029	3935	2987	1654
投资损失	-3491	-4020	-3660	-3703	-3752
营运资金变动	237	-64	-4209	935	-4495
其他经营现金流	152	1094	-143	-226	-340
投资活动现金流	-33965	-32238	-47017	-34713	-36722
资本支出	30429	24798	23047	8543	8818
长期投资	-4468	-7001	-15420	-15555	-15487
其他投资现金流	-8004	-14441	-39390	-41725	-43392
筹资活动现金流	-5817	-4429	-13402	-21927	-21105
短期借款	-2677	9724	0	0	0
长期借款	10127	-2665	-12581	-19063	-19602
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	315	2847	0	0	0
其他筹资现金流	-13582	-14360	-820	-2864	-1503
现金净增加额	-1974	11956	4895	23495	22785

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	293403	303640	364368	400805	440885
营业成本	247024	241776	282385	304612	335073
营业税金及附加	4850	5819	4584	5729	8280
营业费用	766	738	919	1964	2160
管理费用	7523	7729	7506	8644	9951
研发费用	1567	1582	911	1924	2778
财务费用	3268	2029	3935	2987	1654
资产减值损失	-385	-727	-556	-642	-599
其他收益	542	616	579	598	588
公允价值变动收益	-19	948	111	196	309
投资净收益	3491	4020	3660	3703	3752
资产处置收益	37	27	32	30	31
营业利润	31937	48827	69068	80114	86269
营业外收入	120	141	137	127	131
营业外支出	769	890	798	880	834
利润总额	31287	48078	68407	79361	85566
所得税	4748	8685	11369	13763	14530
净利润	26540	39393	57038	65598	71036
少数股东损益	5420	7342	11140	12519	13716
归属母公司净利润	21119	32051	45898	53079	57321
EBITDA	48945	66027	84695	96891	103730
EPS (元/股)	0.79	1.21	1.73	2.00	2.16

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	8.5	3.5	8.6	5.1	3.8
营业利润(%)	3.2	52.9	41.5	16.0	7.7
归属母公司净利润(%)	5.4	51.8	43.2	15.6	8.0
获利能力					
毛利率(%)	15.8	20.4	22.5	24.0	24.0
净利率(%)	7.2	10.6	12.6	13.2	13.0
ROE(%)	19.2	22.2	24.4	21.9	19.2
ROIC(%)	12.9	15.5	18.2	18.6	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	59.7	55.2	48.1	39.8	33.7
净负债比率(%)	93.4	69.3	46.8	22.6	7.0
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	34.6	39.7	39.7	39.7	39.7
应付账款周转率	16.6	13.0	13.0	13.0	13.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.21	1.73	2.00	2.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.84	2.46	3.02	3.03
每股净资产(最新摊薄)	4.04	5.20	6.90	8.87	11.01
估值比率					
P/E	29.0	19.1	13.4	11.6	10.7
P/B	5.7	4.4	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	4.4	3.3	2.5	1.9	1.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月29日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com