

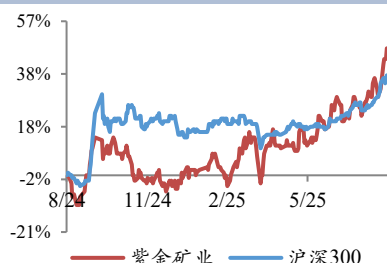
金铜延续量价齐增，上半年归母净利同增 54%

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-31

收盘价(元) 23.08
近12个月最高/最低(元) 23.48/13.94
总股本(百万股) 26,578
流通股本(百万股) 20,588
流通股比例(%) 77.46
总市值(亿元) 6,134
流通市值(亿元) 4,752

公司价格与沪深300走势比较



分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuyq@hazq.com

主要观点：

● 紫金矿业发布 2025 年半年报

公司 2025 年上半年实现营业收入 1677.11 亿元，同比+11.50%；实现归母净利润 232.92 亿元，同比+54.41%。单 25Q2 实现营收 887.83 亿元，同比+17.38%，环比+12.49%；实现归母净利润 131.25 亿元，同比+48.75%，环比+29.10%。

● 铜金银量价齐增，矿山收入延续增长

25H1 公司矿山产铜收入 272.61 亿元（同比+12.73%），矿山产金收入 264.55 亿元（同比+62.15%），矿产银收入 12.69 亿元（同比+40.68%）。公司上半年矿产品毛利率 60.23%（同比+3pcts），整体毛利率 23.75%（同比+4.6pcts）。

产量方面，公司实现矿产铜 57 万吨（同比+9%），矿产金 41 吨（同比+16%），矿产银 224 吨（同比+6%）。

价格方面，25H1 国内铜均价 7.76 万元/吨（同比+3.9%），黄金均价 722 元/克（同比+38.6%），白银均价 8171 元/千克（同比+20.3%）。

● 拟购哈萨克斯坦金矿，海外资源再下一城

公司上半年完成加纳 Akyem 金矿交割，后续将贡献黄金增量；完成哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿收购协议签署。据公司公告，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，2024 年 RG 项目产金 6 吨，现金成本 796 美元/盎司。哈萨克斯坦金矿完善了公司在西非和中亚地区地战略布局，海外资源版图持续扩张。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 458.10/504.78/562.93 亿元（前值为 397.03/445.60/485.73 亿元，考虑金价上行上调），对应 PE 分别为 13.39/12.15/10.90 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

铜、金等金属价格大幅波动；产能释放不及预期；海外经营风险；矿山安全及环保风险等。

相关报告

1. 矿产金铜量价齐增，增量项目稳步推进 2025-04-02

2. Q3 业绩符合预期，收购金矿持续增利 2024-10-21

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	303640	349753	368470	388180
收入同比（%）	3.5%	15.2%	5.4%	5.3%
归属母公司净利润	32051	45810	50478	56293
净利润同比（%）	51.8%	42.9%	10.2%	11.5%
毛利率（%）	20.4%	24.3%	25.1%	25.8%
ROE（%）	22.9%	26.4%	23.2%	21.1%
每股收益（元）	1.21	1.72	1.90	2.12
P/E	12.50	13.39	12.15	10.90
P/B	2.87	3.54	2.82	2.30
EV/EBITDA	9.13	8.35	7.02	5.79

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	98939	126998	191431	263264	营业收入	303640	349753	368470	388180
现金	31691	54389	116663	186119	营业成本	241776	264768	276015	288021
应收账款	6812	8721	8977	9406	营业税金及附加	5819	6199	6634	7028
其他应收款	3559	3964	4121	4396	销售费用	738	863	913	958
预付账款	4201	3992	4178	4462	管理费用	7729	8792	9332	9815
存货	33313	34150	35932	37744	财务费用	2029	4185	3293	1468
其他流动资产	19363	21782	21559	21137	资产减值损失	-727	-45	-44	-119
非流动资产	297672	310869	307375	299606	公允价值变动收益	948	267	-28	-129
长期投资	43085	43085	43085	43085	投资净收益	4020	4322	4634	4896
固定资产	92307	98559	97229	91819	营业利润	48827	68396	75682	84322
无形资产	68588	76334	74253	71978	营业外收入	141	145	129	133
其他非流动资产	93691	92891	92808	92725	营业外支出	890	907	855	884
资产总计	396611	437866	498805	562870	利润总额	48078	67634	74955	83570
流动负债	99784	98656	101377	103264	所得税	8685	11768	12930	14571
短期借款	30713	26567	26084	25235	净利润	39393	55866	62025	68999
应付账款	18423	17520	18830	19835	少数股东损益	7342	10056	11547	12706
其他流动负债	50648	54568	56464	58195	归属母公司净利润	32051	45810	50478	56293
非流动负债	119096	118003	120637	121002	EBITDA	56848	83572	90815	98073
长期借款	61453	53011	55646	56010	EPS (元)	1.21	1.72	1.90	2.12
其他非流动负债	57643	64992	64992	64992	主要财务比率				
负债合计	218880	216658	222015	224266	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	37945	48001	59548	72254	成长能力				
股本	2658	2658	2658	2658	营业收入	3.5%	15.2%	5.4%	5.3%
资本公积	28713	28713	28713	28713	营业利润	52.9%	40.1%	10.7%	11.4%
留存收益	108415	141837	185872	234980	归属于母公司净利	51.8%	42.9%	10.2%	11.5%
归属母公司股东权	139786	173207	217242	266350	获利能力				
负债和股东权益	396611	437866	498805	562870	毛利率 (%)	20.4%	24.3%	25.1%	25.8%
现金流量表					净利率 (%)	10.6%	13.1%	13.7%	14.5%
单位:百万元					ROE (%)	22.9%	26.4%	23.2%	21.1%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	11.6%	16.5%	15.5%	14.7%
经营活动现金流	48860	68816	76527	82862	偿债能力				
净利润	39393	55866	62025	68999	资产负债率 (%)	55.2%	49.5%	44.5%	39.8%
折旧摊销	10617	11752	12567	13034	净负债比率 (%)	123.2%	97.9%	80.2%	66.2%
财务费用	2763	5136	4924	4968	流动比率	0.99	1.29	1.89	2.55
投资损失	-4762	-4322	-4634	-4896	速动比率	0.51	0.79	1.39	2.04
营运资金变动	294	-3579	880	-207	营运能力				
其他经营现金流	39655	63408	61909	70171	总资产周转率	0.82	0.84	0.79	0.73
投资活动现金流	-32238	-21292	-5036	-769	应收账款周转率	41.62	45.03	41.64	42.23
资本支出	-24426	-26444	-9809	-6101	应付账款周转率	14.72	14.73	15.19	14.90
长期投资	-9553	4609	139	436	每股指标 (元)				
其他投资现金流	1740	542	4634	4896	每股收益	1.21	1.72	1.90	2.12
筹资活动现金流	-4429	-24643	-9216	-12638	每股经营现金流薄)	1.84	2.59	2.88	3.12
短期借款	9724	-4146	-483	-849	每股净资产	5.26	6.52	8.17	10.02
长期借款	-16078	-8442	2635	364	估值比率				
普通股增加	25	0	0	0	P/E	12.50	13.39	12.15	10.90
资本公积增加	2847	0	0	0	P/B	2.87	3.54	2.82	2.30
其他筹资现金流	-946	-12055	-11367	-12153	EV/EBITDA	9.13	8.35	7.02	5.79
现金净增加额	11956	22698	62275	69455					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。