

有色龙头有望充分受益于铜金价上涨

华泰研究

2026年1月22日 | 中国内地/中国香港

更新报告

有色金属

我们看好紫金矿业的价值提升，三个逻辑：1) 看好铜、金价上行周期。2) 公司是铜金、乃至有色龙头，经营稳健、成长性较强，我们预期26-27年归母净利增速较高(+57%/+23%)。3) 公司整体估值与铜股相近，黄金价值有望重估。我们维持“买入”评级。

稳健有色龙头，成长性较强

公司发布25年业绩预告，我们测算25Q4紫金归母净利131-141亿元(Q3 146亿元)、扣非归母净利134-144亿元(Q3 125亿元)，扣非归母净利的增长与Q4金属价格上涨事实相符，Q4LME铜均价上涨13%至11047美元、SHFE金均价上涨20%至949元/克。产量方面，公司25年全年实现矿产铜产量109万吨，低于年初指引115万吨或与KK铜矿欠产等有关；矿产金产量90吨，高于年初指引85吨；碳酸锂产量2.5万吨，低于年初指引4万吨，主因市场价格不佳导致投产节奏放缓。我们测算Q4矿产铜、金产量分别为26万吨、25吨，基本环比持平。公司亦发布26年产量指引，计划生产矿产铜120万吨、矿产金105吨、碳酸锂当量12万吨；且24年公司发布五年产量规划，24-28年矿产铜/金产量CAGR均为8-10%。

我们看好铜、金价上行周期

黄金方面(参考华泰金属《供需改善或成金属行业26年主基调》(25-12-1))，我们认为26年有望涨至\$4800/oz。22年之后，全球金融和贸易体系日趋割裂；外汇储备“多元化”需求成为黄金价格上行的长期基石。如果黄金在央行中的储备占比回到34%的历史中位数水平，全球央行增持黄金可能持续到35年。26年美国实际利率或是下行趋势，叠加美元震荡走弱，利于金价进一步上行。铜方面(参考华泰金属《复苏与供给约束共振，有色景气无忧》(26-1-18))，我们预期25-28年铜价有望冲击\$15000/t以上。展望26年，我们预期全球电解铜供给仍有限，同比增速2.4%；全球电解铜需求由美国囤库及电网建设驱动，同比增速3.3%；因此供需或从过剩转为短缺，叠加海外通胀、流动性边际宽松等因素，铜价中枢或同比显著抬升。中长期来看，全球技术进步叠加海外制造业复苏，多周期共振下电解铜需求或保持高增；而供给约束性较强(铜矿扰动频繁、资源稀缺、对价格反应滞后)。

公司估值与铜股相近，黄金价值有望重估

2026年我们测算公司毛利分布：铜及其他(含白银、锂、铅锌、铁矿石等)53%、黄金47%，我们认为可以将公司视为“半金半铜”的公司。而2025年可比A股铜股平均PE(Wind一致预期)为22X(洛阳钼业26X/西部矿业19X/金诚信21X/铜陵有色22X)、可比A股黄金股平均PE(Wind一致预期)为29X(山东黄金36X/山金国际28X/赤峰黄金18X)，而紫金矿业A股的估值仅21X，与铜股相近。我们认为公司黄金估值有望重估。

维持“买入”评级

全球流动性宽松环境下，25年至今铜、金价涨幅超我们先前的预期，因此我们上调25-27年铜、金价假设；考虑KK铜矿影响低于我们先前的预期，我们上调25-27年铜产量；考虑金矿扩产情况超我们先前的预期，上调25-27年矿产金产量，最终上调25-27年归母净利至515/808/995亿元(变化幅度+14%/+57%/+71%)。分部估值：铜及其他/金毛利占比52/48%，可比公司Wind一致预期PE均值18/23X(26E)；A/H股近1个月平均溢价率5%，我们给予公司目标估值26年PE 18/23X，对应A/H目标价62.40元/66.03港元(A/H目标价前值28.80元/32.16港元基于25年PE估值15/19X)。

风险提示：铜、金价不及预期；公司扩产项目进展不及预期；成本超预期上升。

	601899 CH	2899 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：62.40	港币：66.03

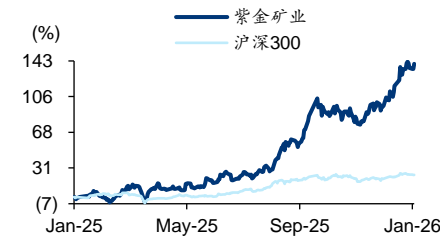
李斌 研究员
SAC No. S0570517050001 libin@htsc.com
SFC No. BPN269 +(86) 10 6321 1166

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

基本数据

(人民币/港币)	601899 CH	2899 HK
收盘价(截至1月21日)	38.13	40.92
市值(百万)	1,013,867	1,088,052
6个月平均日成交额(百万)	7,005	1,988
52周价格范围	15.35-38.50	14.02-41.68

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	381,041	473,769	522,952
+/-%	3.49	25.49	24.34	10.38
归属母公司净利润(百万)	32,051	51,548	80,770	99,500
+/-%	51.76	60.83	56.69	23.19
EPS(最新摊薄)	1.21	1.94	3.04	3.74
ROE(%)	25.92	32.10	37.81	35.17
PE(倍)	31.63	19.67	12.55	10.19
PB(倍)	7.25	5.59	4.12	3.17
EV EBITDA(倍)	19.26	13.01	8.40	6.69
股息率(%)	1.00	1.60	2.51	3.09

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 (2026E)
铜		
洛阳钼业	603993 CH	21
西部矿业	601168 CH	17
金诚信	603979 CH	18
铜陵有色	000630 CH	16
平均		18
黄金		
山东黄金	600547 CH	29
山金国际	000975 CH	23
赤峰黄金	600988 CH	18
平均		23
整体 (A股)		20

注: 数据截至 2026 年 1 月 21 日; PE 估值为 Wind 一致预期、A/H 溢价率 5%、港元兑人民币汇率 0.9

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图2: 关键假设变动

	2025E	2026E	2027E
本次假设 (2026.1.21)			
铜价, 元/吨	9945	12000	12200
金价, 元/克	798	1000	1050
铜产量 (与公司指引同一口径), 万吨	109	120	137
金产量 (与公司指引同一口径), 吨	90	105	124
营业收入, 百万元	381041	473769	522952
归母净利润, 百万元	51548	80770	99500
上次假设 (2025.8.27)			
铜价, 元/吨	9600	9700	9800
金价, 元/克	750	780	800
铜产量 (与公司指引同一口径), 万吨	107	110	131
金产量 (与公司指引同一口径), 吨	87	100	107
营业收入, 百万元	360933	388051	412037
归母净利润, 百万元	45418	51461	58195
变化幅度			
铜价, 元/吨	4%	24%	24%
金价, 元/克	6%	28%	31%
铜产量 (与公司指引同一口径), 万吨	2%	9%	5%
金产量 (与公司指引同一口径), 吨	3%	5%	16%
营业收入, 百万元	6%	22%	27%
归母净利润, 百万元	13%	57%	71%

备注: 全球流动性宽松环境下, 25 年至今铜、金价涨幅超我们先前的预期, 因此我们上调 25-27 年铜、金价假设; 考虑 KK 铜矿影响低于我们先前的预期, 我们上调 25-27 年铜产量; 考虑金矿扩产情况超我们先前的预期, 上调 25-27 年矿产金产量

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图3: 公司季度业绩预测

假设简表	2025Q2	2025Q3	2025Q4E	2026Q1E
总收入, 百万元	88783	86489	126842	132584
营业成本, 百万元	67013	62938	99513	100531
毛利, 百万元	21769	23550	27329	32053
毛利率	24.52%	27.23%	21.55%	24.18%
费用率	3.75%	4.45%	3.18%	3.34%
-销售及管理费用率	2.58%	3.30%	2.33%	2.59%
-研发费用率	0.47%	0.47%	0.33%	0.37%
-财务费用率	0.70%	0.68%	0.52%	0.38%
归母净利润, 百万元	13125	14572	13636	21792
归母净利润(环比)	29.10%	11.02%	-6.42%	59.82%
净利率	14.78%	16.85%	10.75%	16.44%
EPS	0.49	0.55	0.51	0.82

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表4：核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
金价, 元/克	Gold Price	RMB/g	450	557	798	1,000	1,050
铜价, 美元/吨	Copper Price	USD/t	8,478	9,147	9,945	12,000	12,200
运营数据概览(Operational results summary)							
销量							
矿产金	Gold sale volume	t	67	68	86	101	114
矿产铜	Copper sale volume	ten thousand t	81	82	89	99	111
市场基准价格							
矿产金	Gold price	RMB/g	450	557	798	1,000	1,050
矿产铜	Copper price	USD/t	8,478	9,147	9,945	12,000	12,200
单位价格							
ASP							
矿产金	Gold ASP	RMB/g	406	521	753	943	990
矿产铜	Copper ASP	RMB/t	51156	58438	64541	76919	77916
单位成本							
COGS							
矿产金	Gold cost	RMB/g	223	231	268	281	295
矿产铜	Copper cost	RMB/t	23270	22928	24687	25428	26156
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	EBIT	Rmb bn	34268	50051	78098	123223	152154
EBITDA	EBITDA	Rmb bn	44531	60668	89189	136571	168017
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb bn	3698	4238	4909	8520	14142
净利润	Net Profit	Rmb bn	21119	32051	51514	80770	99500
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb bn	21787	31851	48114	80670	99900
EPS	EPS	Rmb/sh	0.80	1.21	1.94	3.04	3.74
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	0.83	1.20	1.81	3.03	3.76
BVPS	BVPS	Rmb/sh	4.04	5.26	6.82	9.25	12.03
毛利率	Gross profit rate	%	15.8%	20.4%	23.8%	29.7%	32%
ROE	ROE	%	21.5%	25.9%	32.1%	37.8%	35.2%
经营净现金流	Operating cash flow	Rmb mn	36860	48860	71044	101568	122059
资产负债率	Asset liability ratio	%	60%	55%	49%	41%	34%

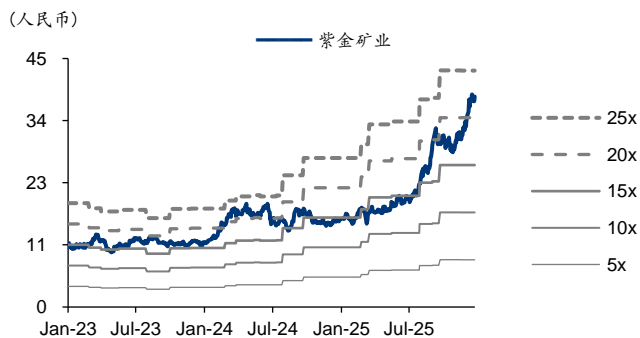
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表5: 季度经营情况总结

季度财报数据总结(quarter financial results summary)			4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	QoQ	1-3Q25A	4Q25E	YoY	QoQ
总收入	73,243	78,928	88,783	86,489	-3%	175,271	126,842	73.2%	47%	15.1%	4%
营业成本	56,380	60,865	67,013	62,938	-6%	129,952	99,513	76.5%	58%	10.8%	6%
毛利率	23.0%	22.9%	24.5%	27.2%	2.7%	25.9%	21.5%	-1.5%	-6%	3.0%	-1.3%
销售及管理费用	2,798	2,354	2,288	2,853	25%	5,141	2,954	5.6%	4%	29.3%	7%
研发费用	430	328	422	411	-3%	832	419	-2.5%	2%	-17.1%	-13%
财务费用	-226	556	618	588	-5%	1,205	657	-391.0%	12%	-39.0%	-11%
营业利润	12,979	15,141	19,959	21,362	7%	41,322	22,130	70.5%	4%	29.4%	-10%
税前利润	12,753	14,688	19,217	21,362	11%	40,579	21,780	70.8%	2%	28.1%	-8%
所得税	3,038	2,223	3,628	4,093	13%	7,721	4,574	50.5%	12%	24.2%	-13%
少数股东损益	2,021	2,298	3,055	2,484	-19%	5,540	3,570	76.6%	44%	55.0%	-2%
归母净利润	7,693	10,167	13,125	14,572	11%	27,697	13,636	77.2%	-6%	28.8%	-9%
非经常性损益	-252	285	1,382	2,069	50%	3,451	-237	-5.8%	-111%	-89.6%	-93%
净利润(扣非)	7,945	9,881	11,743	12,503	6%	24,245	13,873	74.6%	11%	44.8%	3%
EPS	0.29	0.38	0.49	0.55	12%	1.04	0.51	76.9%	-7%	28.4%	-8%
EPS(扣非)	0.30	0.37	0.44	0.47	8%	0.91	0.52	74.3%	11%	44.4%	3%
销量											
矿产金	17	18	20	22	9%	42	26	52.6%	17%	14.4%	-2%
矿产铜	20	22	22	22	1%	44	22	9.6%	1%	4.9%	-2%
市场基准价格											
矿产金	615	671	770	794	3%	782	950	54.5%	20%	37.1%	1%
矿产铜	9193	9340	9524	9797	3%	9661	11092	20.7%	13%	6.4%	3%
单位价格											
矿产金	572	642	738	727	-1%	732	897	56.7%	23%	39.1%	1%
矿产铜	59048	62030	62128	63716	3%	62928	73100	23.8%	15%	10.9%	3%
单位成本											
矿产金	235	251	272	280	3%	276	270	14.8%	-4%	10.7%	-5%
矿产铜	24004	24107	24405	25386	4%	24899	24854	3.5%	-2%	7.2%	0%
核心财务指标(core financial indicators)											
毛利率	23.0%	22.9%	24.5%	27.2%	1.6%	23.8%	21.5%	-1.5%	-6%	3.0%	-1%
ROE	5.6%	7.1%	9.1%	9.4%	2.0%	16.5%	8.4%	2.8%	-1%	0.4%	-2%
经营净现金流	12751	12528	16302	23278	30.1%	28830	20960	64.4%	-10%	1458	5%
资产负债率	55.2%	54.9%	56.4%	53.0%	7.2%	68.5%	48.1%	-7.0%	-5%	-22.0%	-2%

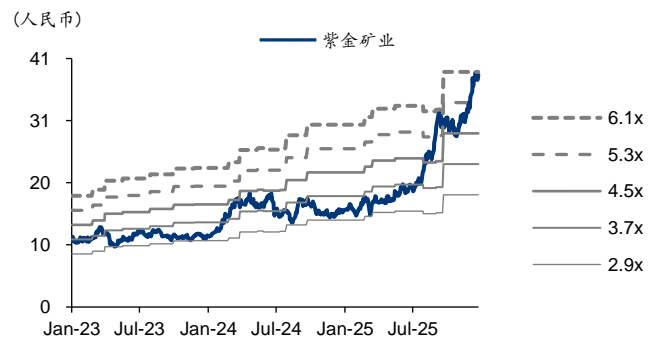
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表6: 紫金矿业 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 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	109,809	147,584	199,327
现金	18,449	31,691	40,565	67,252	110,925
应收账款	7,778	6,812	8,548	10,628	11,732
其他应收账款	2,834	3,559	4,466	5,553	6,130
预付账款	2,677	4,201	5,272	6,555	7,236
存货	29,290	33,313	31,301	37,587	43,111
其他流动资产	16,601	19,363	19,656	20,008	20,194
非流动资产	265,377	297,672	337,208	385,027	430,839
长期投资	31,632	43,085	56,990	76,123	90,265
固定投资	81,466	92,307	112,703	135,524	160,757
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	108,639	117,121
资产总计	343,006	396,611	447,017	532,611	630,165
流动负债	84,182	99,784	103,680	112,507	118,120
短期借款	20,989	30,713	30,713	30,713	30,713
应付账款	14,428	18,423	22,122	25,373	27,089
其他流动负债	48,765	50,648	50,845	56,420	60,317
非流动负债	120,460	119,096	112,720	105,570	97,454
长期借款	77,531	61,453	55,077	47,927	39,811
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	216,400	218,077	215,574
少数股东权益	30,857	37,945	49,251	68,642	94,651
股本	2,633	2,658	2,659	2,659	2,659
资本公积	25,866	28,713	28,844	28,844	28,844
留存公积	70,637	94,445	137,493	206,091	292,051
归属母公司股东权益	107,506	139,786	181,366	245,892	319,941
负债和股东权益	343,006	396,611	447,017	532,611	630,165

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	73,047	101,568	122,059
净利润	26,540	39,393	62,854	100,160	125,509
折旧摊销	10,263	10,617	11,091	13,347	15,863
财务费用	3,268	2,029	2,673	2,024	139.79
投资损失	(3,491)	(4,020)	(4,909)	(8,520)	(14,142)
营运资金变动	237.18	(64.38)	6,165	(3,916)	(4,284)
其他经营现金	42.63	905.25	(4,827)	(1,527)	(1,027)
投资活动现金	(33,965)	(32,238)	(40,891)	(51,119)	(46,506)
资本支出	(30,429)	(24,798)	(36,500)	(42,000)	(47,500)
长期投资	(4,468)	(7,001)	(13,905)	(19,134)	(14,142)
其他投资现金	932.38	(440.14)	9,514	10,015	15,136
筹资活动现金	(5,817)	(4,429)	(23,282)	(23,763)	(31,880)
短期借款	(2,677)	9,724	0.00	0.00	0.00
长期借款	8,711	(16,078)	(6,376)	(7,150)	(8,116)
普通股增加	(0.27)	25.13	1.18	0.00	0.00
资本公积增加	314.55	2,847	130.88	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,166)	(946.33)	(17,038)	(16,613)	(23,764)
现金净增加额	(1,974)	11,956	8,874	26,687	43,673

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	381,041	473,769	522,952
营业成本	247,024	241,776	290,330	332,995	355,518
营业税金及附加	4,850	5,819	8,383	10,423	11,505
营业费用	766.39	737.71	838.29	1,042	1,150
管理费用	7,523	7,729	9,907	12,318	13,597
财务费用	3,268	2,029	2,673	2,024	139.79
资产减值损失	(385.33)	(727.19)	(152.42)	(189.51)	(209.18)
公允价值变动收益	(18.62)	948.45	4,800	1,500	1,000
投资净收益	3,491	4,020	4,909	8,520	14,142
营业利润	31,937	48,827	77,587	123,546	154,460
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	76,187	122,146	153,060
所得税	4,748	8,685	13,333	21,986	27,551
净利润	26,540	39,393	62,854	100,160	125,509
少数股东损益	5,420	7,342	11,306	19,390	26,009
归属母公司净利润	21,119	32,051	51,548	80,770	99,500
EBITDA	44,531	60,668	89,189	136,571	168,017
EPS (人民币, 基本)	0.80	1.21	1.94	3.04	3.74

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	25.49	24.34	10.38
营业利润	3.20	52.89	58.90	59.24	25.02
归属母公司净利润	5.38	51.76	60.83	56.69	23.19
获利能力 (%)					
毛利率	15.81	20.37	23.81	29.71	32.02
净利率	9.05	12.97	16.50	21.14	24.00
ROE	21.50	25.92	32.10	37.81	35.17
ROIC	12.20	14.88	20.79	28.48	29.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.66	55.19	48.41	40.94	34.21
净负债比率 (%)	94.58	69.15	44.83	22.64	5.13
流动比率	0.92	0.99	1.06	1.31	1.69
速动比率	0.46	0.52	0.62	0.84	1.18
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.82	0.90	0.97	0.90
应收账款周转率	37.39	41.62	49.62	49.41	46.78
应付账款周转率	18.87	14.72	14.32	14.02	13.55
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.21	1.94	3.04	3.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.84	2.75	3.82	4.59
每股净资产(最新摊薄)	4.04	5.26	6.82	9.25	12.03
估值比率					
PE (倍)	48.01	31.63	19.67	12.55	10.19
PB (倍)	9.43	7.25	5.59	4.12	3.17
EV EBITDA (倍)	26.28	19.26	13.01	8.40	6.69

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（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/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 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之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 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/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 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（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>

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司

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