



# 收购 Allied Gold, 强化黄金板块综合实力

2026年1月27日

## 核心观点

- 事件:** 1月26日, 公司旗下控股上市公司紫金黄金国际拟以55亿加元(约合人民币280亿元)的交易总额, 收购加拿大联合黄金(Allied Gold Corporation)全部已发行的普通股, 其核心资产为三座非洲大型金矿。
- 联合黄金项目资源储量大、成矿条件好, 找矿增储潜力显著。** 联合黄金核心资产包括在产的马里 Sadiola 金矿、科特迪瓦金矿综合体(含 Bonikro 和 Agbaou 金矿); 以及将于2026年下半年建成投产的埃塞俄比亚 Kurmuk 金矿。截至2024年底, 联合黄金拥有金资源量553吨, 平均品位1.48克/吨, 金储量337吨, 平均品位1.42克/吨。三座项目资源储量大、成矿条件好, 基础设施完善, 在当前金价已大幅上涨的背景下, 通过进一步找矿勘探、经济技术重新评价以及技术升级改造等措施, 项目资源储量有进一步提升空间。
- 项目均为在产或即将投产的大型金矿, 产量有待释放。** 2023、2024年联合黄金分别产金10.7吨、11.1吨, 预计2025年产金11.7~12.4吨; 依托 Sadiola 项目改扩建及 Kurmuk 项目建成投产, 预计2029年产金将提升至25吨。具体看:
  - (1) 马里 Sadiola 金矿一期选厂技改已基本完成, 采选规模由500万吨/年提升至570万吨/年, 黄金年产量有望提升至6.2~7.2吨。二期投产后, 项目预计前四年平均年产金12.4吨, 矿山生命周期内年均产金9.3吨, 全维持成本预计将由25Q3的2,067美元/盎司下降至1,200美元/盎司。
  - (2) 科特迪瓦金矿综合体(包括 Bonikro 和 Agbaou 项目)两座金矿采选规模均约为250万吨/年, 拟进一步整合运营, 力争实现 Bonikro 金矿年均产金3.1吨、Agbaou 金矿年均产金2.7吨的产量目标。
  - (3) 埃塞俄比亚 Kurmuk 金矿是重要增量项目, 计划于2026年下半年投产, 设计采选规模为640万吨/年, 预计前四年平均年产金9吨, 矿山生命周期内年均产金7.5吨, 全维持成本预计将低于950美元/盎司。
- 项目收购对价合理, 生产运营水平进一步提升空间。** 联合黄金2024年营收7.3亿美元, 净利润-1.2亿美元, 25Q1-3营收9.04亿美元, 净利润0.17亿美元。本次收购对应单吨黄金资源量对价0.51亿元, 单吨黄金储量对价0.83亿元, 收购资产黄金储量平均品位1.42克/吨, 平均品位高于此前收购的 RG 金矿, 及其主力金矿罗斯贝尔金矿、诺顿金田。成本端, 25Q3 马里 Sadiola、科特迪瓦 Bonikro、科特迪瓦 Agbaou 全维持成本2,067、1,647、2,403美元/盎司, 其中马里 Sadiola 二期投产后全维持成本预计将下降至1200美元/盎司, 依托公司强大的全流程自主技术与工程研发创新能力, 矿山成本还有进一步下降空间。
- 投资建议:** 2026年矿产金产量指引同比+15吨至105吨。联合黄金旗下项目均为在产或即将投产的大型露天开采金矿, 本次收购将推动公司矿产金产量大幅增长, 助力实现2026年105吨产量目标; 同时快速补强公司非洲黄金板块布局, 有效强化公司在非洲的资源联动体系。预计公司2025-2027年归母净利润518、895、940亿元, 对应PE为20、12、11x, 维持“推荐”评级。

紫金矿业 (股票代码: 601899.SH)

推荐 维持评级

## 分析师

华立

☎: 021-20252629

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

孙雪琪

☎: 021-20252048

✉: sunxueqi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525040002

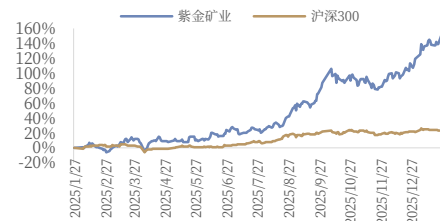
## 市场数据

2026-01-26

股票代码	601899
A 股收盘价(元)	39.50
上证指数	4,132.61
总股本(万股)	2,658,973
实际流通 A 股(万股)	2,060,089
流通 A 股市值(亿元)	10,503

## 相对沪深 300 表现图

2026-01-26



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 相关研究

- 【银河有色】公司点评\_紫金矿业: Q3 业绩表现亮眼, 扩产项目产能释放在即
- 【银河有色】公司点评\_紫金矿业: 增长韧性持续凸显, 业绩再创新高

- **风险提示:** 1) 金铜价格大幅下跌的风险; 2) 公司新建项目投产不及预期的风险; 3) 公司新增产能释放不及预期的风险; 4) 海外地缘政治变化的风险; 5) 中美关税贸易战高于预期的风险。

**主要财务指标预测**

	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
营业收入 (亿元)	3036.40	3433.70	4232.41	4348.91
收入增长率%	3.49	13.08	23.26	2.75
归母净利润 (亿元)	320.51	518.42	895.08	939.86
利润增速%	51.76	61.75	72.65	5.00
毛利率%	20.37	26.24	37.34	37.78
摊薄 EPS(元)	1.21	1.95	3.37	3.53
PE	32.77	20.26	11.73	11.18
PB	7.51	5.88	3.92	2.90
PS	3.46	3.06	2.48	2.42

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	989.39	1155.92	2047.33	2964.45
现金	316.91	468.34	1315.13	2225.38
应收账款	68.12	89.73	109.02	111.89
其它应收款	35.59	36.59	43.98	45.56
预付账款	42.01	32.05	32.65	33.72
存货	333.13	293.73	299.57	298.96
其他	193.63	235.48	246.98	248.95
非流动资产	2976.72	3356.23	3669.51	3981.50
长期投资	430.85	522.71	609.09	697.65
固定资产	923.07	1001.61	1070.81	1134.03
无形资产	685.88	753.43	809.39	871.30
其他	936.91	1078.48	1180.22	1278.52
资产总计	3966.11	4512.15	5716.84	6945.96
流动负债	997.84	1005.98	1097.24	1155.76
短期借款	307.13	357.13	407.13	457.13
应付账款	184.23	138.12	144.91	146.98
其他	506.48	510.73	545.19	551.65
非流动负债	1190.96	1215.45	1166.45	1116.45
长期借款	614.53	564.53	514.53	464.53
其他	576.43	650.92	651.92	651.92
负债合计	2188.80	2221.43	2263.68	2272.20
少数股东权益	379.45	505.83	773.19	1053.93
归属母公司股东权益	1397.86	1784.89	2679.97	3619.82
负债和股东权益	3966.11	4512.15	5716.84	6945.96

现金流量表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	488.60	702.37	1241.97	1299.38
净利润	393.93	644.80	1162.44	1220.59
折旧摊销	106.17	106.76	108.67	118.35
财务费用	27.63	58.32	57.85	57.36
投资损失	-47.62	-69.18	-87.47	-105.76
营运资金变动	2.94	-68.82	-10.37	-5.35
其它	5.55	30.49	10.85	14.18
投资活动现金流	-322.38	-415.09	-338.34	-331.76
资本支出	-244.26	-353.86	-338.92	-348.33
长期投资	-95.53	-92.60	-86.88	-89.19
其他	17.40	31.37	87.47	105.76
筹资活动现金流	-44.29	-134.01	-56.85	-57.36
短期借款	97.24	50.00	50.00	50.00
长期借款	-160.78	-50.00	-50.00	-50.00
其他	19.26	-134.01	-56.85	-57.36
现金净增加额	119.56	151.43	846.78	910.25

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3036.40	3433.70	4232.41	4348.91
营业成本	2417.76	2532.58	2651.94	2705.68
营业税金及附加	58.19	65.80	81.11	83.34
营业费用	7.38	8.77	10.91	11.19
管理费用	77.29	80.69	97.35	100.02
财务费用	20.29	25.64	34.11	34.76
资产减值损失	-7.27	-6.18	-6.12	-6.18
公允价值变动收益	9.48	15.00	0.00	0.00
投资净收益	40.20	69.18	87.47	105.76
营业利润	488.27	791.96	1423.72	1497.70
营业外收入	1.41	3.00	5.00	0.00
营业外支出	8.90	8.00	10.00	8.00
利润总额	480.78	786.96	1418.72	1489.70
所得税	86.85	142.16	256.28	269.10
净利润	393.93	644.80	1162.44	1220.59
少数股东损益	73.42	126.38	267.36	280.74
归属母公司净利润	320.51	518.42	895.08	939.86
EBITDA	568.48	919.36	1561.50	1642.80
EPS (元)	1.21	1.95	3.37	3.53

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3.49%	13.08%	23.26%	2.75%
营业利润	52.89%	62.20%	79.77%	5.20%
归属母公司净利润	51.76%	61.75%	72.65%	5.00%
毛利率	20.37%	26.24%	37.34%	37.78%
净利率	10.56%	15.10%	21.15%	21.61%
ROE	22.93%	29.05%	33.40%	25.96%
ROIC	11.59%	17.51%	23.97%	20.19%
资产负债率	55.19%	49.23%	39.60%	32.71%
净负债比率	66.06%	45.53%	5.71%	-15.26%
流动比率	0.99	1.15	1.87	2.56
速动比率	0.51	0.72	1.46	2.18
总资产周转率	0.82	0.81	0.83	0.69
应收账款周转率	41.62	43.51	42.59	39.37
应付账款周转率	14.72	15.71	18.74	18.54
每股收益	1.21	1.95	3.37	3.53
每股经营现金	1.84	2.64	4.67	4.89
每股净资产	5.26	6.71	10.08	13.61
P/E	32.77	20.26	11.73	11.18
P/B	7.51	5.88	3.92	2.90
EV/EBITDA	9.13	7.61	3.94	3.19
P/S	3.46	3.06	2.48	2.42

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师；孙雪琪，有色金属行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn