

紫金矿业

601899

报告日期

2025-12-24

前收盘价(元)

¥32.09

前收盘市值(亿元)

¥8533

所属行业

有色金属

紫金矿业的投资机会本质是把握其卓越的运营能力，在全球铜金结构性缺口的背景下，通过产量增长兑现利润。核心风险在于金属价格周期波动及公司高杠杆运营对盈利的侵蚀。需重点跟踪全球铜供需平衡表变化及公司新项目投产与成本情况。仅供参考，不构成投资建议。

公司估值报告

■ 经营概况

该公司主要通过开采和销售自产的金、铜等矿产品，并辅以冶炼加工及贸易业务来实现营业收入和创造利润。

公司的商业模式是典型的“矿业+贸易”一体化模式，优势在于其强大的资源获取与开发能力，通过全球并购持续扩充优质资源储量，并依托自产高毛利矿产支撑业绩，同时利用冶炼贸易业务扩大规模和市场影响力。与国内同行相比，其国际化布局和并购执行力更为突出；与国际矿业巨头相比，其在成本控制和项目开发效率上具有一定优势，但在资产组合的多元化与运营稳健性上仍有提升空间。不足之处在于，贸易及冶炼加工业务毛利率极低，拉低了整体盈利水平，且业务受大宗商品价格及国际政治经济环境影响显著。

公司未来获得持续盈利的关键因素在于：第一，自产矿产品，尤其是高毛利的矿山产金、铜的产量持续提升，这是利润的核心来源；第二，对并购项目的成功整合与运营，确保新项目按计划投产并实现预期效益；第三，有效控制矿山生产与运营成本，抵御品位下降、成本上升等风险，维持较高的矿山企业毛利率。

根据2024年年报数据，公司最重要的业务可归类为矿山开采、冶炼加工及贸易两大类。具体业务、收入及毛利率数据提取与估算如下：

| 年份周期 | 业务类别 | 收入规模 | 占比 | 毛利率水平 |
|------------|----------|-----------|-----|--------|
| 2024-12-31 | 矿山产铜精矿 | 349.55亿元 | 12% | 66.03% |
| 2024-12-31 | 矿山产金锭 | 203.16亿元 | 7% | 46.16% |
| 2024-12-31 | 冶炼产铜 | 493.61亿元 | 16% | 2.05% |
| 2024-12-31 | 冶炼加工及贸易金 | 1255.01亿元 | 41% | 0.45% |
| 2024-12-31 | 其它收入 | 2027.09亿元 | 67% | 6.14% |

对比分析：从2024年数据看，公司收入主要来源于“其它收入”及“冶炼加工及贸易金”业务，两者合计占比高达108%（因产品分类与行业分类可能重叠，总和超过100%），但毛利率均低于6.15%。而真正贡献核心利润的是自产矿产品业务，“矿山产铜精矿”和“矿山产金锭”虽然收入合计占比仅19%，但凭借极高的毛利率（66.03%和46.16%），成为利润的绝对支柱。这凸显了公司盈利结构的特点：规模依赖贸易与加工，利润依赖自有矿山开采。

总结：公司是以高毛利矿产开采为核心利润来源的矿业巨头，但低毛利贸易加工业务占收入大头。建议未来聚焦提升自产矿产量，优化业务结构，并加强成本管控以巩固盈利基础。

■ 估值分析

紫金矿业（601899）估值分析

我们现在对紫金矿业（代码601899）做简明的估值分析。该公司所属行业为有色金属，当前市值为8533亿元。总体上，我们认为这是一笔需要深刻理解大宗商品周期与公司卓越运营能力的投资。以下是我们的估值分析过程，不构成投资建议，仅供参考。

影响估值的因素

财务数据梳理：公司2024年自由现金流达488.6亿元，显示出强劲的现金生成能力。同时，公司持有金融资产383.6亿元及股权投资430.8亿元，但带息负债也高达1525.7亿元，呈现典型的矿业公司“高杠杆、高投资、高回报”特征。其估值核心取决于金属价格周期和公司自身的产量增长。

核心要素分析：决定公司未来现金流的核心要素有两个：一是以铜、金为主的主要金属价格走势，二是公司通过并购和内生增长实现的矿产产量。金属价格受全球宏观经济、货币政策及供需格局影响；而紫金卓越的并购整合与成本控制能力，是其穿越周期、实现产量持续增长的关键护城河。

三情景下的估值分析

折现率选取：我们选取8%作为折现率。这综合考虑了当前的无风险利率水平、矿业公司固有的商品价格波动风险，以及紫金矿业相对优秀的风险管控能力。

非经营性资产净值计算： $\text{金融资产} + \text{股权投资} - \text{带息负债} = 383.6 + 430.8 - 1525.7 = -711.3\text{亿元}$ 。这反映了公司净负债状态，估值时将从经营资产价值中扣除。

基于对核心要素的不同展望，我们构建以下情景：

乐观情景（概率20%）：全球需求超预期，铜金价格持续走强，同时公司新项目投产顺利，产量大幅提升。预期未来5年自由现金流年均增长15%，达780亿元水平。经营资产折现值约9800亿元。公司估值 = $9800 - 711.3 = 9089\text{亿元}$ 。

中性情景（概率60%）：金属价格维持区间震荡，公司产量按计划稳步释放。预期未来5年自由现金流年均增长5-8%，稳定在500-550亿元区间。经营资产折现值约6500亿元。公司估值 = $6500 - 711.3 = 5789\text{亿元}$ 。

悲观情景（概率20%）：全球经济衰退，金属价格大幅下跌，公司部分项目进度延迟。预期未来5年自由现金流年均下滑5%，降至370亿元左右。经营资产折现值约4500亿元。公司估值 = $4500 - 711.3 = 3789\text{亿元}$ 。

加权平均估值与赔率： $(9089 \times 20\% + 5789 \times 60\% + 3789 \times 20\%) = \text{约}6027\text{亿元}$ 。当前市值8533亿元，赔率（加权估值/当前市值）约为 0.71。

进一步思考

本估值逻辑的潜在纰漏在于：首先，对金属价格的预测极具挑战性，任何宏观黑天鹅事件都可能颠覆假设；其次，公司大规模海外并购带来的地缘政治、社区关系等非经营风险可能被低估；最后，高负债结构在利率上行周期中将显著侵蚀利润。投资者应重点关注：1) 全球铜市场的供需平衡表变

化；2) 公司主要矿山项目的实际投产与成本情况；3) 其资产负债表的健康状况与融资成本。

基本结论

基于中性假设，当前市值已较大程度反映了公司的成长预期与行业地位。估值安全边际需等待更优价格或金属价格出现超预期上行信号。

■ 财务预警

| 紫金矿业-601899.SH | | |
|----------------|-------------------|---|
| 监控指标 | 监控结果 | 指标说明 |
| 毛利率波动 | 正常 | 过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。 (简单讲就是比同行的公司波动大) |
| 非经常性损益 依赖度 | 正常 | 营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。(因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本) |
| 应收账款营收 占比 | 正常 | 应收账款余额/营业收入>25% |
| 经营活动现金流净额/净利润 | 正常 | 经营性净现金流/净利润<100% |
| 短期偿债缺口率 | 正常 | (货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50% |
| 速动比率 | 正常 | |
| 债务期限错配度 | 正常 | |
| 担保杠杆率 | 正常 | 担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50% |
| 存货周转天数 | 48.2 | |
| 存货周转天数 偏离度 | 正常 | 公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差 |
| 固定资产周转率 | 固定资产周转率 连续三年下降 | 固定资产周转率连续3年下降。 |
| 筹资依赖度 | 正常 | 筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0 |

| | | |
|-----------|----------------|------------------|
| 在建工程沉淀率 | 正常 | 在建工程/总资产>20% |
| 其他应收款占比 | 正常 | |
| 销售费用率异常下降 | 销售费用率下降但收入上升 | 销售费用率下降，同时营业收入上升 |
| 应付账款周转天数 | 应付账款周转天数连续三年上升 | 应付帐款周转天数连续3年上升。 |
| 毛利率波动值 | 0.33 | |
| 所属行业 | 有色金属 | |

■ 财务分析

紫金矿业作为有色金属行业，特别是工业金属领域的全球性矿业巨头，其财务结构呈现出典型的资本密集型和高杠杆运营特征。公司总资产规模庞大，接近3966亿元，同时负债总额也达到2189亿元，由此计算出的资产负债率约为55.2%，高于行业平均水平，这与其全球并购和矿山开发的商业模式相匹配。尽管杠杆率较高，但公司归属母公司股东的权益基础雄厚，接近1398亿元，提供了风险缓冲。短期偿债方面，公司持有的约317亿元货币资金能够覆盖约307亿元的短期借款，流动性压力不大。然而，公司存在约21.7亿元的对外担保余额，这构成了潜在的或有负债风险。

公司的盈利能力在报告期内表现强劲。营业收入从2022年的2703亿元稳步增长至2024年的3036亿元，同时营业利润和净利润的同比增长率均超过50%，显示出在行业周期中的良好增长势头。盈利能力的提升直接体现在毛利的显著增长上，从2022年的425亿元跃升至2024年的619亿元，这主要得益于主要产品（如铜、金）价格的上涨以及运营效率的提升。公司的销售费用率始终维持在极低的水平（约0.24%），这与矿业公司直销为主的商业模式相符。运营效率方面，48.2天的存货周转天数在矿业公司中属于高效水平。值得注意的是，固定资产周转率从2022年的3.81次小幅下降至2023年的3.49次，这可能与新增产能尚未完全达产或并购资产整合有关，需关注其长期资产的投资回报效率。同时，应付账款及应付票据周转天数从2022年的16.9天持续延长至2024年的27.6天，表明公司对上游供应商的资金占用能力增强，但也需警惕过度延长可能带来的供应链关系压力。

现金流是评估矿业公司的核心。紫金矿业的经营活动产生了强劲的现金流入，净额高达约489亿元，远超393亿元的净利润，这印证了其盈利的高质量和强大的主业“造血”能力。在此基础上，公司产生了约230亿元的企业自由现金流，为持续扩张提供了内部资金支持。公司的投资活动现金净流出高达322亿元，与在建工程规模（约386亿元）相互印证，清晰地表明公司正处于积极的全球资产收购和产能建设周期。筹资活动现金净流出约44亿元，显示公司在利用经营和自由现金流进行债务偿还或分红，而非大规模新增融资，这有助于优化资本结构。

综合来看，紫金矿业展现出强劲的盈利增长、卓越的经营现金流和积极的全球扩张态势。主要风险点在于其较高的资产负债率以及与之伴随的财务费用压力，大规模的资本开支和并购活动对未来的投资回报率提出了挑战。此外，需关注应收账款（约68亿元）和其他应收款（约35亿元）的规模及回收情况，以及有色金属价格周期性波动对公司收入和利润的潜在影响。

■ 近期事件

近期重要公告

2025-12-16：紫金矿业发布股权激励限制性股票回购注销实施公告，因1名激励对象离职，公司回购注销其10,200股限制性股票，总股本小幅减少。

2025-11-29：紫金矿业发布第八届董事会临时会议决议公告，审议通过取消监事会、修订公司章程等议案，拟同步落实新《公司法》及监管新规。

2025-11-29：审议通过第九届董事会换届提名及薪酬方案，拟聘任陈景河为终身荣誉董事长。

2025-11-29：审议通过对外捐赠等议案，尚需提交股东会审议。

■ 机构调研

最新调研

近一个月暂无

■ 最新卖方研究综述

核心行业投资逻辑

有色金属行业的投资逻辑围绕其强周期属性展开，核心在于把握价格驱动因素与成本控制能力。具体来看：

1. **宏观与货币驱动**：金属价格，尤其是黄金和以美元计价的主要工业金属，与全球主要央行（特别是美联储）的货币政策高度相关。流动性宽松预期（如降息）是支撑金属价格的核心宏观逻辑。

2. **结构性需求与长期缺口：**以铜为代表的工业金属，正受益于新能源转型及AI数据中心、电网建设等新需求的强劲增长。市场预期未来将出现显著的供应缺口，这构成了其长期向好的基本面支撑。
3. **成本为王的竞争本质：**金属产品同质化严重，企业的核心竞争力在于对上游矿产资源的掌控力以及垂直一体化的运营效率，这直接决定了其成本优势和长期盈利能力。

近期行业重点动态

根据国泰海通证券2025年12月21日的电话会议纪要，近期行业出现关键变化，驱动因素呈现多元化：

1. **宏观环境转向：**美国通胀数据低于预期，强化了美联储降息预期，为金属板块提供了流动性利好。
2. **工业金属（特别是铜）基本面强劲：**2026年铜精矿长协加工费（TC/RC）敲定为“零”，这极端数据凸显了矿端供应极度紧张。同时，AI等新需求旺盛，海外库存处于低位，共同支撑铜价。报告将紫金矿业列为铜板块的核心关注标的。
3. **行情驱动切换预期：**2025年行情主要由流动性（降息预期）和地缘博弈驱动；展望2026年，市场预期行情驱动可能从流动性转向基本面（供需关系）。

分析与观察

基于上述逻辑与最新动态，我们对行业的观察如下：

当前行业正处在一个多重利好叠加的窗口期。宏观层面的降息预期为所有金属提供了估值支撑和金融属性溢价。与此同时，以铜为代表的工业金属，其基本面逻辑（矿端紧张、新需求强劲）正在强化，并与宏观逻辑形成共振，这解释了近期板块表现亮眼的原因。对于像紫金矿业这样以铜、金为主业、拥有雄厚资源储备和成本优势的龙头企业，当前环境尤为有利。

然而，投资者需关注以下潜在变化与风险：

1. **驱动因素的切换与验证：**市场预期2026年驱动将转向基本面。这意味着，若后续宏观经济复苏或AI等新需求不及预期，可能削弱部分金属的上行动力。需要密切跟踪实际需求数据。
2. **供给端的响应：**高价格会刺激供给。例如，锡价上涨已导致缅甸供应快速恢复和库存累积。虽然铜的供给刚性更强，但仍需关注全球矿山项目的投产进度。
3. **细分品种分化：**行业内部逻辑差异大。黄金更依赖货币属性；铜受宏观与基本面双重驱动；锂价近期上涨主因供给扰动，但其长期格局因资源充沛而存在不确定性。投资逻辑不可一概而论。

综上所述，核心投资逻辑——即把握宏观周期、长期供需缺口和公司成本优势——目前无需改变，反而得到了近期数据的加强。但投资者应意识到行业正从单纯的“预期推动”向“预期与基本面共同验证”阶段过渡，需更加关注各品种供需数据的实际演变。

■ 高管增持

| 近期高管增减持 | | | | | |
|---------|----------|-------|--------|------|------------|
| 公司名称 | 变动金额(元) | 增持/减持 | 高管职位 | 高管名称 | 日期 |
| 紫金矿业 | -4998000 | 减持 | 高级管理人员 | 沈绍阳 | 2025-09-03 |
| 紫金矿业 | -1252500 | 减持 | 高级管理人员 | 沈绍阳 | 2025-09-02 |

■ 机构持股

| 机构持仓一览 | | | | | |
|--------|---------|------------|----------|-----------|-----------|
| 机构属性 | 持股家数(家) | 持股总数(万股) | 持股市值(亿元) | 占总股本比例(%) | 占流通股比例(%) |
| 基金 | 1602 | 299795.87 | 882.6 | 11.28 | 14.56 |
| QFII | - | 0 | - | - | - |
| 社保 | - | 0 | - | - | - |
| 保险 | 1 | 25067.5 | 73.8 | 0.94 | 1.22 |
| 券商 | 13 | 138.75 | 0.41 | 0.01 | 0.01 |
| 信托 | - | 0 | - | - | - |
| 其他 | 5 | 848522.25 | 2498.05 | 31.93 | 41.21 |
| 机构汇总 | 1621 | 1173524.37 | 3454.86 | 44.15 | 57 |

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季报不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。