

紫金矿业

601899

报告日期

2025-12-29

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博弈其卓越的矿山运营能力能否在全球铜价高位震荡的背景下，持续兑现高盈利与强劲现金流。核心风险在于金属价格周期下行、海外项目运营及地缘政治风险。需重点跟踪全球铜供需格局变化及公司新项目产能释放进度。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黄金、铜等矿产资源，并辅以冶炼加工业务来实现营业收入和创造利润。公司的商业模式是“矿山资源开发+冶炼加工”的一体化运营模式。其优势在于拥有大量优质矿产资源储备，能有效抵御部分大宗商品价格波动风险，并通过规模化开采和产业链协同降低成本。不足在于业务受全球金属价格周期影响显著，且重资产运营模式导致资本开支巨大，投资回收期长。与国际矿业巨头如必和必拓、力拓相比，该公司业务更集中于黄金和铜，且冶炼加工环节的毛利率较低，盈利更依赖上游高毛利的矿山开采；与国内同行相比，其海外资源布局和并购整合能力更为突出。公司未来获得持续盈利的关键因素在于：第一，核心矿山项目的稳定运营与产能释放，特别是卡莫阿-卡库拉铜矿等世界级项目的复产与达产，将直接决定铜板块的利润基础。第二，对并购资产的深度整合与效益提升，能否有效降低如加纳阿基姆金矿等新购项目的过渡期成本，是实现投资回报的关键。第三，战略性新兴材料（如锂、钼）业务的顺利投产与市场开拓，有望为公司开辟新的增长曲线。根据提供的2024年财务数据，对主营业务构成剖析如下：

年份周期	业务类别	收入规模	占比	毛利率水平
2024-12-31	其它收入	2027.09亿元	67%	6.14%
2024-12-31	冶炼加工及贸易金	1255.01亿元	41%	0.45%
2024-12-31	冶炼产铜	493.61亿元	16%	2.05%
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%

从业务结构看，公司收入主要来源于“其它收入”和“冶炼加工及贸易金”，两者合计占比超过100%（因内部抵消或分类口径），但毛利率极低，属于规模大但盈利薄的业务。真正的利润核心是自产的矿山产品：“矿山产铜精矿”和“矿山产金锭”虽然收入占比合计仅19%，但凭借极高的毛利率（66.03%和46.16%），构成了公司主要的利润来源。这凸显了其商业模式中矿山开采环节的核心价值。总结而言，公司是一家以高毛利矿山开采为核心利润来源的资源企业。建议其未来聚焦于提升自有矿山运营效率，审慎管理冶炼及贸易业务的规模与风险，并确保新并购项目及锂等新业务的整合成效。

■ 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全球资源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

公司是全球领先的金属矿业巨头，主营铜、金、锌等矿产的勘探、开采和销售。2024年财务数据显示：金融资产383.6亿元，股权投资430.8亿元，带息负债1525.7亿元，自由现金流高达488.6亿元。这体现了公司强大的盈利和现金流生成能力，但高负债也反映了矿业资本密集型的特点。

决定其未来估值的核心要素是：主要金属（尤其是铜）的长期价格中枢和公司通过勘探与并购实现低成本资源扩张的能力。前者决定了利润空间，后者决定了增长的质量与可持续性。

三情景下的估值分析

我们基于上述核心要素，构建未来五年的现金流前景：

乐观情景（概率20%）：全球能源转型加速，铜长期结构性短缺，价格中枢显著抬升。同时公司新矿山投产顺利，成本控制优异。预计未来五年平均自由现金流可达600亿元。

中性情景（概率60%）：铜价在供需紧平衡下维持相对高位震荡，公司凭借行业领先的运营效率，产量稳步增长。预计未来五年平均自由现金流维持在500亿元左右。

悲观情景（概率20%）：全球经济增长乏力，金属需求疲软，价格承压下行。公司增长放缓，现金流受到挤压。预计未来五年平均自由现金流降至400亿元。

折现率选取：考虑到公司经营稳健、资源储备雄厚，但行业具有强周期性，我们选取8%作为折现率，这包含了约3%的无风险利率和5%的特定风险溢价。

估值计算：

非经营性资产净值 = $383.6 + 430.8 - 1525.7 = -711.3$ 亿元。

经营资产价值（永续增长假设1%）：

- 乐观： $600 / (8\% - 1\%) \approx 8571$ 亿元

- 中性： $500 / (8\% - 1\%) \approx 7143$ 亿元

- 悲观： $400 / (8\% - 1\%) \approx 5714$ 亿元

公司总估值：

- 乐观： $8571 - 711.3 \approx 7860$ 亿元

- 中性： $7143 - 711.3 \approx 6432$ 亿元

- 悲观： $5714 - 711.3 \approx 5003$ 亿元

加权平均估值 = $7860 \times 20\% + 6432 \times 60\% + 5003 \times 20\% \approx 6432$ 亿元。

当前市值8533亿元，赔率约为0.75。

进一步思考

本估值逻辑的潜在纰漏在于：第一，对金属价格的判断高度简化，实际价格波动远超模型假设；第二，未充分考虑大型矿业项目可能面临的超支、延期及地缘政治风险；第三，永续增长率假设可能过于乐观。投资者应重点关注：1) 全球主要经济体货币政策及实际利率变化对金属价格的影响；2) 公司在海外关键项目的运营与政治风险；3) 其ESG表现及应对能源转型的成本。

基本结论

基于中性情景假设，当前市值高于我们的估算价值。投资紫金矿业的核心在于判断铜的长期供需格局能否支撑更高的价格中枢，以及公司能否持续兑现其卓越的运营与增长潜力。

■ 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	固定资产周转率	固定资产周转率连续3年下降。

率	连续三年下降	
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领先矿业公司，其财务结构展现出典型的资本密集型特征。公司总资产规模庞大，超过3966亿元，负债合计约2189亿元，资产负债率约为55.2%，在重资产、高杠杆运营的矿业行业中处于相对稳健的水平。归属母公司股东的权益接近1398亿元，资本基础雄厚。在短期流动性方面，公司持有的货币资金约317亿元，与307亿元的短期借款规模基本相当，覆盖比例约为1.03倍，显示出一定的短期偿债保障，但资金储备并不十分宽裕。值得注意的是，公司存在约21.7亿元的对外担保余额，提示了潜在的或有负债风险。

公司的盈利能力在过去一年表现强劲。营业利润与净利润的同比增长率分别达到52.9%和51.8%，增长势头迅猛。这一方面得益于营业收入的稳步增长，从2022年的2703亿元提升至2024年的3036亿元；另一方面，更关键的是盈利质量的显著提升，毛利总额从2022年的425亿元大幅增长至2024年的619亿元，增幅显著高于营收增长，反映出公司强大的成本控制能力或产品结构优化带来的定价优势。极低的销售费用率（约0.24%）也符合矿业公司商业模式的特点。在运营效率上，48.2天的存货周转天数在矿业公司中属于高效水平。然而，固定资产周转率从2022年的3.81次下降至2023年的3.49次，结合高达386亿元的在建工程，表明公司正处于大规模资本开支周期，新增产能的利用效率有待后续释放和观察。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，这虽然有助于改善经营性现金流，但也可能意味着对上游供应商资金占用的增加。

公司的现金流状况是其经营实力的核心体现。经营活动产生的现金净流量高达489亿元，远超394亿元的净利润，利润的现金含量极高，盈利质量非常扎实。强大的主业造血能力支撑了大规模的投资

支出（投资活动现金净流出322亿元），并最终产生了约230亿元的企业自由现金流量，显示出公司在激进扩张的同时仍保持了强劲的内生现金生成能力。筹资活动现金净流出44亿元，表明公司当期在偿还债务或进行股东回报，整体上处于依靠经营现金流支持投资扩张的良性循环中。

综上所述，紫金矿业展现出强劲的盈利增长、卓越的现金流创造能力和高效的运营管理。然而，在积极扩张的背景下，需要关注其较高的资产负债率、与短期债务规模相当的货币资金储备、以及大规模在建工程对未来资产周转效率和折旧成本的影响。此外，应付账款周期的显著延长和一定规模的对外担保，也是需要持续关注的潜在风险点。

■ 近期事件

紫金矿业近期公告总结

2025-12-30：公司选举谢雄辉为职工董事，将在章程修订后加入董事会，任期三年。

2025-10-13：控股子公司紫金黄金国际完成哈萨克斯坦Raygorodok金矿100%权益收购，该矿年产能约6吨金。

■ 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根植于其周期性，核心围绕资源禀赋与成本控制。具体来看：

1. **避险与抗通胀需求支撑黄金长期趋势：**黄金定价与全球央行货币政策强相关。2022年全球央行购金量达历史最高的1136吨，反映了持续的避险与抗通胀需求，这一趋势仍在延续，为黄金价格提供了结构性支撑。
2. **新能源驱动下的铜、锂结构性机遇与分化：**铜与锂均受益于新能源转型，但长期前景有别。铜因预计到2035年将出现巨大供应缺口（标普预测达1000万吨），长期趋势向好。锂

资源虽充沛，但其需求高度依赖新能源增速，行业格局更复杂，高毛利率（如2022年天齐锂业85%）局面难以持续，长期终局存在不确定性。

3. **核心竞争力在于成本控制：**金属产品同质化严重，企业长期竞争力取决于对上游矿产资源的掌控力、垂直一体化优势及经营效率，成本是决胜关键。

近期行业重点动态

根据国金证券近期电话会议纪要，行业出现以下关键变化：

1. **锂价走强，供需格局趋紧：**碳酸锂期货价格已站上12万元/吨。供给端，宁德时代复产延后至2026年，叠加产能弹性有限，导致现货持续去库。需求端，短期新能源车销量因补贴政策空窗期走弱，但预期2026年动力电池需求增速仍可达20%-25%，储能需求上半年确定性较强。中游六氟磷酸锂长协价超预期，反映下游需求成色。
2. **镍、钴供应存在潜在扰动：**镍方面，市场传闻印尼2026年采矿配额可能收紧，若严格执行，镍矿供需可能从过剩转向紧平衡。钴方面，刚果（金）钴出口政策执行持续延迟，导致国内库存快速消耗，若未来数月需求维持，补库压力可能加大。
3. **行业估值与基本面数据：**截至近期数据，有色金属一级行业整体ROE为14%，营收复合增速为17.1%，PEG为1.17。其中，贵金属板块ROE（17.4%）和毛利率（14.1%）相对突出。

行业观察与逻辑审视

基于最新市场动向，我们维持对行业核心逻辑的判断，但需关注以下趋势与风险：

趋势与机遇：

1. **新能源金属的短期强支撑与长期分化：**锂价在供给刚性和需求预期下走强，验证了新能源需求的韧性，但同时也需警惕高价格对需求的抑制及未来供给释放可能带来的压力。铜的长期缺口逻辑则更为坚实。
2. **资源控制的重要性凸显：**无论是锂的供给刚性，还是钴、镍的潜在政策扰动，都再次印证了拥有稳定、低成本矿产资源的企业将更具抗风险能力和盈利确定性。

潜在风险：

1. **政策与地缘风险：**印尼的镍矿配额政策、刚果（金）的钴出口政策均存在不确定性，是影响相关金属短期价格波动的关键变量。
2. **需求验证节点临近：**锂价能否持续走强，核心矛盾在于2026年初新能源车销量及储能政策的实际表现，需求成色有待验证。
3. **周期波动风险：**行业整体周期性未变，短期价格受货币政策和宏观情绪影响大，需警惕宏观经济下行可能带来的需求不及预期风险。

综上，有色金属行业的结构性机会与周期性风险并存。投资者应密切关注关键政策落地情况、下游需求的实际数据验证，并优先关注在资源掌控和成本方面具备显著优势的企业。

■ 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。