

评级变动报告

紫金矿业 601899.SH



鉴于紫金矿业2025年利润超预期兑现，且核心金属价格中枢与成本管控展现出强于预期的韧性，我们上调了公司2026年的盈利预测。公司成本控制超预期，导致公司远期估值中枢略有上移。核心原因如下：

短期业绩与成本端双重超预期：2025年归母净利润517.8亿元，显著超出此前482亿元的预期。这主要得益于Q4铜价维持高位震荡，叠加铜板块产能的集中释放，驱动短期业绩强劲兑现。同时，公司降本增效成果略超预期，核心中枢成本下调，进一步增厚了利润安全垫。

远期盈利预测上修：基于上述基本面改善，我们对2026年收入预测从4302亿元上调至4533亿元（增幅5.37%），归母净利润预测从764亿元上调至819亿元（增幅7.89%）。远期来看，2040年得益于公司强劲的控制成本的能力，归母净利润预测从1011亿元上调至1034亿元（增幅2.8%）。

短期业绩高增与成本优化形成共振，远期成长质量与盈利天花板同步抬升。公司作为全球金属矿业龙头的资源禀赋与逆周期扩张能力未变，未来核心看点将由单纯的产量驱动转向“量价利”三重优化驱动。经综合评估，我们维持对公司的积极评级，目前公司的估值具备上行空间。

公司基本信息



紫金矿业所处的细分市场为黄金、铜、锂等多金属的勘探、开采、冶炼及销售，核心下游应用集中于新能源产业（2025年预计占全球铜需求15%以上）和珠宝首饰及投资储备（占全球黄金需求约50%）。

该市场具有强全球性特征，资源端集中在南美（铜）、澳大利亚（金、锂）及非洲（铜、锂）等地区，而冶炼加工与终端消费则以中国为主导，形成全球资源配置、区域分工协作的格局。

公司深度评级

所属行业	能源及材料	成长空间	★★★★★	DDM估值：价值	12085亿(较上期+6.63%)
当前股价	27.33元	盈利趋势	↓★★★★★	状态	低估(上行空间+66%)
总市值	7267.24亿	产业格局	★★★★★		
PE-TTM	11.78	护城河	★★★★★	动态估值：价值	11798亿(较上期+12.45%)
PB-MRQ	3.68			状态	低估(上行空间+62%)

公司盈利预测

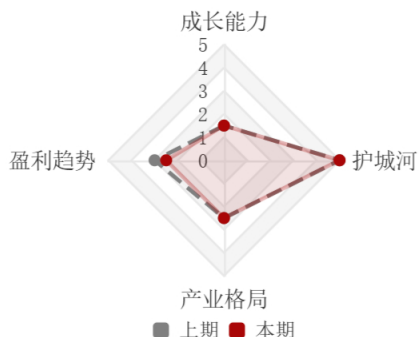
紫金矿业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2919.6	3016.3	3464.4	4495.8	4531.0	4735.4	4918.0	5066.6
归母净利润(亿)	204.6	310.4	504.0	805.3	949.6	945.4	849.0	783.3
归母净利润增速(%)	5.2	51.7	62.4	59.8	17.9	-0.4	-10.2	-7.7
经营性净利润(亿)	213.5	324.2	537.4	1006.4	1186.6	1181.4	1060.9	978.8
经营性净利润增速(%)	2.9	51.8	65.8	87.3	17.9	-0.4	-10.2	-7.7
经营性归母净利润(亿)	169.9	263.7	436.0	805.1	949.3	945.1	848.7	783.1
经营性归母净利润增速(%)	1.2	55.2	65.3	84.7	17.9	-0.4	-10.2	-7.7

资料来源：壹评级

深度评级变动分析

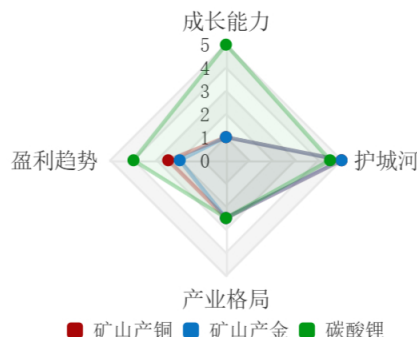
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-05-25

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-05-25

盈利趋势下降0.5星级：上期星级3.0星，本期星级2.5星。

核心调整逻辑：虽然短期价格冲高带来业绩爆发，但考虑到价格均值回归风险及透支效应，我们将盈利趋势评级由3星微调至2.5星，以反映未来3年增速放缓的预期。

金铜价格冲高超预期，已严重透支未来需求

2025年至2026年初，受宏观博弈与避险情绪驱动，国际金价与铜价均创下历史级别的高位。历史经验表明，市场当前对资源品“易涨难跌”的线性外推共识，往往是周期顶部的典型信号。

价格高位已充分兑现，业绩增长边际效应递减

公司2025年及2026年一季度的业绩爆发（如2026年Q1归母净利润同比大增97.5%），主要得益于前期金铜价格的高位运行。目前，市场已对高价环境下的业绩高增有了充分预期（即“利好兑现”）。随着2026年二季度以来金价出现超20%的显著回调，以及铜矿供应端约束逐步被高价刺激后的新增产能缓解，公司利润释放的弹性将大幅收窄。

估值评级

DDM估值上升+6.63%：上期 11333.41亿，本期 12085.02亿。动态估值上升+12.45%：上期 10492.37亿，本期 11798.20亿。

本次估值抬升，主要是基于对公司远期盈利能力的重估。核心驱动因素在于成本控制超预期，导致我们对公司远期综合成本的预测下调，进而提升了永续期的自由现金流预期。

以 DDM 估值 作为主要解释对象，其变动的核心原因在于我们对远期营业收入/价格假设维持相对稳健预期，但提高了远期净利率的预测。成本的下降直接扩大了远期利润空间，在折现模型中体现为终值的提升。

我们对公司远期净利率的远期预测出现优化，主要是我们对单位现金成本预测做出调整。

单位现金成本：经过评估，我们对远期单位现金成本做出了下调调整（幅度约 3-5pct），主要是因为公司近期在主要矿山推行的精细化管理体系成效显著，且随着高品位矿段的持续开采，单位矿石的采选成本在远期模型中可给予更低的假设，这种降本具有长期可持续性。

我们对公司远期营业收入的预测出现维持不变，主要是我们对长期金属价格中枢、销量增长中枢未做出重大调整。

长期金属价格中枢：经过评估，我们对长期铜/金价格维持不变，主因虽然短期价格波动剧烈，但在 DDM 模型的永续期假设中，我们依然遵循均值回归原则，不因短期价格飙升而大幅改变长期均衡价格假设，以保持估值的审慎性。

销量增长中枢：经过评估，我们对远期销量未作出重大调整，主要是因为基于公司现有的资源储备和扩产计划，其产量年复合增长率在长期看来具备确定性。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的主要业务为矿山产铜、矿山产金、碳酸锂等，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

矿山产铜

收入假设：

量：2025年产量109万吨（同比+2%），2026年目标120万吨（同比+10%），增量来自卡莫阿铜矿（2026年恢复满产）、巨龙铜矿二期（2025年底投产，2026年产能30万吨）及朱诺铜矿（2026年底投产，7.6万吨/年）。远期2028年规划150-160万吨，CAGR 8%-10%。

价：当前沪铜现货价超10万元/吨，中期供需偏紧（矿山老龄化+新能源需求），长期假设周期回归，均衡价格看7.5万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2025年单位成本约2.5万元/吨（全球前20%分位），毛利率24.5%；2026年成本小幅升至25,428元/吨，但价格涨幅覆盖成本，毛利率提升至29.7%。

长期：毛利率稳44.7%，ROIC维持42%高位。

矿山产金

收入假设：

量：2025年产量90吨（同比+23%），2026年目标105吨（同比+17%），增量来自加纳阿基姆金矿（2025年收购）、哈萨克斯坦Raygorodok金矿（远期9吨）及拟收购Allied Gold（2029年规划25吨/年）1012。2028年目标100-110吨。

价：2025年均价798元/克（同比+43%），当前沪金突破1000元/克。美联储降息+地缘风险支撑长期涨势，长期看1400元/克。

盈利能力假设：

短期：2026年单位成本281元/克，ASP 943元/克，毛利率70%+，毛利占比47%。

长期：并购亏损矿山扭亏（如阿基姆金矿）+技术降本，ROIC超35%。

碳酸锂

收入假设：

量：2025年产量2.5万吨（同比+9479%），2026年目标12万吨（同比+380%），主力项目为西藏拉果错盐湖（一期2万吨）、湖南湘源锂矿（3万吨）及阿根廷3Q盐湖。2028年规划25-30万吨。

价：当前碳酸锂约10万元/吨，脱离底部区间，远期考虑到全球通货膨胀，碳酸锂中枢看15万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2026年盐湖项目放量（现金成本<5万元/吨），毛利率修复至35%。

长期：“盐湖+锂辉石+锂云母”多元布局+技术协同（如麻米错盐湖吸附法），现金成本居行业前30%，稳态毛利率30%+，ROIC超34%。

股权投资价值

分拆紫金黄金国际实现黄金资产独立定价。

公司整体业绩预测

紫金矿业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2919.6	3016.3	3464.4	4495.8	4531.0	4735.4	4918.0	5066.6
归母净利润(亿)	204.6	310.4	504.0	805.3	949.6	945.4	849.0	783.3
归母净利润增速(%)	5.2	51.7	62.4	59.8	17.9	-0.4	-10.2	-7.7
经营性净利润(亿)	213.5	324.2	537.4	1006.4	1186.6	1181.4	1060.9	978.8
经营性净利润增速(%)	2.9	51.8	65.8	87.3	17.9	-0.4	-10.2	-7.7
经营性归母净利润(亿)	169.9	263.7	436.0	805.1	949.3	945.1	848.7	783.1
经营性归母净利润增速(%)	1.2	55.2	65.3	84.7	17.9	-0.4	-10.2	-7.7

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

矿山产铜	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	414.7	481.7	423.8	828.7	1132.9	1230.0	1112.7	1128.8
收入增速(%)	14.4	16.1	-12.0	95.6	36.7	8.6	-9.5	1.4
经营性净利润(亿)	165.9	210.7	188.3	368.0	503.1	535.9	411.2	398.7
经营性净利率(%)	40.0	43.7	44.4	44.4	44.4	43.6	37.0	35.3
经营性净利润增速(%)	5.0	27.0	-10.6	95.4	36.7	6.5	-23.3	-3.0
矿山产金	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	270.9	352.9	443.7	953.1	1098.1	1130.4	1164.3	832.8
收入增速(%)	20.8	30.3	25.7	114.8	15.2	2.9	3.0	-28.5
经营性净利润(亿)	86.0	139.0	191.6	392.0	404.6	333.1	300.4	31.7
经营性净利率(%)	31.7	39.4	43.2	41.1	36.8	29.5	25.8	3.8
经营性净利润增速(%)	14.0	61.7	37.9	104.6	3.2	-17.7	-9.8	-89.5
碳酸锂	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	114.0	200.0	275.0	341.0	605.0
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	75.4	37.5	24.0	77.4
经营性净利润(亿)	-0.6	-0.8	-1.1	12.6	31.8	59.0	92.3	275.4
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	11.1	15.9	21.5	27.1	45.5
经营性净利润增速(%)	14.0	-36.4	-48.4	1211.6	152.2	85.5	56.4	198.3
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2234.0	2181.6	2596.9	2600.0	2100.0	2100.0	2300.0	2500.0
收入增速(%)	6.2	-2.3	19.0	0.1	-19.2	0.0	9.5	8.7
经营性净利润(亿)	-37.7	-24.8	158.6	233.8	247.1	253.4	256.9	273.0
经营性净利率(%)	-1.7	-1.1	6.1	9.0	11.8	12.1	11.2	10.9
经营性净利润增速(%)	-49.2	34.4	740.7	47.4	5.7	2.6	1.4	6.3

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
矿山产铜	1.8%	中低	一般	强	7.5%	14.85	257.5
矿山产金	2.0%	中低	一般	强	7.5%	14.85	454.1
碳酸锂	5.0%	中低	一般	强	7.5%	14.85	165.2
其他	4.2%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	312.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
矿山产铜(亿)	2043.6	2305.3	4348.9	—	838.7	—	3510.2
矿山产金(亿)	1227.5	3517.1	4744.5	—	902.2	—	3842.3
碳酸锂(亿)	255.9	1279.8	1535.7	—	310.0	—	1225.7
其他(亿)	1591.5	1978.5	3570.0	—	350.0	—	3220.0
公司整体测算(亿)	5118.5	9080.6	14199.1	—	2400.9	—	11798.2

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
矿山产铜(亿)	2498.5	1247.0	3745.5	—	723.7	—	3021.8
矿山产金(亿)	2126.3	2997.4	5123.7	—	917.5	—	4206.2
碳酸锂(亿)	568.1	1248.1	1816.2	—	340.0	—	1476.2
其他(亿)	2017.7	1805.1	3822.8	—	442.0	—	3380.8
公司整体测算(亿)	7210.7	7297.5	14508.2	—	2423.2	—	12085.0

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等偏上，核心在于其兼具“周期之矛”与“成长之盾”的双重属性。一方面，作为典型的资源股，公司业绩与金、铜价格高度相关，短期盈利弹性受美联储货币政策、全球宏观需求等周期性因素扰动，存在不确定性；但另一方面，公司拥有行业顶尖的“量增”确定性——凭借卓越的逆周期并购能力和低成本运营优势，其矿产铜、金产量持续保持双位数高增长，这种以量补价甚至量价齐升的成长逻辑，有效平滑了单一价格波动的风险。加之公司财务结构稳健、现金流充沛，在周期波动中提供了坚实的安全垫，使其估值确定性高于纯周期股。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。