

紫金矿业（601899.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年8月18日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	33.36
总市值	8870.66亿
PE-TTM	13.13
PB-MRQ	4.50

估值结果

DDM估值	价值	11972亿
	上行空间	35%
	状态	偏低估
动态估值	价值	11760亿
	上行空间	33%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ☆ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ☆ ☆ ☆
护城河	★ ★ ★ ★ ★

核心评级结论

紫金矿业是全球领先的综合性矿产资源企业，公司同时掌握铜、金、锂等多矿种的规模化开采与冶炼核心技术，是国内矿产品供应最为齐全的厂商之一，并在新能源矿产领域实现了全产业链布局，形成了“金铜为主、锂等新能源矿产协同”的发展格局。

公司成长空间一般，未来的增长更多依赖于现有产能的释放与成本的进一步优化，整体爆发式增长的空间相对受限，锂业务增速迅猛，但长期来看，利润波动呈现典型的周期性特征。公司盈利趋势稳中有增，受益于全球大宗商品价格中枢上移以及锂业务产能持续放量。产业格局中规中矩，金铜等大宗商品同质化程度较高，且全球市场分散。公司护城河宽，作为全球金铜龙头企业，紫金矿业资源布局广泛，覆盖中国、刚果（金）、阿根廷、澳大利亚等多个国家和地区，叠加“矿石流五环归一”的管理优势与低成本开采技术壁垒，其资源与运营护城河较为明显。

基于金铜价格中枢上移与锂业务产能爆发的假设，市场已逐步反映其“周期+成长”的双重逻辑，根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于偏低估区间，具备全球矿产龙头的行业地位与长期成长潜力。

我们区别于市场的观点

市场普遍基于铜金景气度给予估值，我们在对比了历史矿产盈利水平后，取矿产中枢盈利水平，尽量减弱价格周期波动对公司价值判断的影响，当前估值具有一定的投资性价比。

风险提示

若全球宏观经济波动或供需格局变化导致金、铜、锂等大宗商品价格超预期回调，则公司盈利空间将显著收窄；若海外地缘政治风险加剧、项目投产进度不及预期，或行业竞争持续升温，则公司高占比的海外资产及尚处产能爬坡阶段的锂业务可能面临运营与回报压力，进而制约其长期发展。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 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。

2. 业务介绍

对于紫金矿业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

矿山产铜：

公司拥有全球优质铜矿资源布局和独创的“矿石流五环归一”管理模式，通过规模化开采、精细化选矿及配套冶炼技术，生产的涵盖铜精矿、电解铜等产品的完整组合，核心聚焦铜矿资源的勘探、开采与加工核心环节。市场范围覆盖全球，产品供应国内外铜冶炼及下游加工企业。

矿山产金：

公司在国内外布局核心金矿资产和成熟的黄金开采、精炼技术。市场范围覆盖全球，产品可用于珠宝首饰加工、投资储备及工业应用等领域，我们对该业务的市场界定为全球范围。

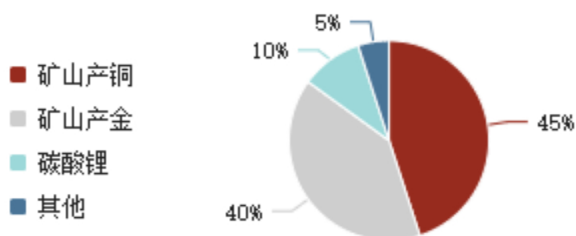
碳酸锂：

公司拥有“两湖两矿”及藏格矿业协同构建的全球锂资源矩阵，通过盐湖提锂、硬岩锂矿采选冶等多元化技术，生产的以电池级碳酸锂为主的锂产品。市场范围覆盖全球，产品主要供应新能源汽车动力电池及储能系统等下游领域，我们对该业务的市场界定为全球范围。

其他：

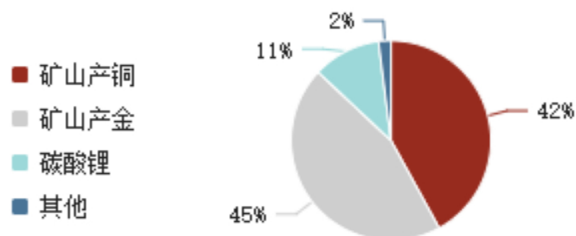
公司其他业务包括矿山产银、矿山产锌、贸易等，我们对该业务的市场界定为全球范围。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司属于典型的矿产开采行业，具有显著的重资产属性，主要系铜金矿等开采和冶炼的大额资本投入。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

截至2026年一季度末，紫金矿业总资产规模已达约5,499.2亿元，反映出公司在全球矿产资源并购与自主开发双轮驱动下持续扩张的资产基础，特别是锂板块产能的实质性放量（一季度当量碳酸锂产量约1.6万吨）正加速构建“金+铜+锂”的三极资产支撑体系；资产负债率降至51.37%，整体财务结构保持稳健。与此同时，公司2025年总资产周转率约为0.7684次，2026年Q1总资产周转率约为0.1855次，主要受大型矿山项目前期资本开支高、建设周期长等因素影响，公司重资产属性依然明显。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

截至2025年末，紫金矿业拥有研发人员6,834人，占公司员工总数的10.24%，这一比例在传统资源类企业中处于领先水平。高质量的研发队伍，已成为紫金矿业在全球矿业竞争中构建技术壁垒、实现低成本高效益运营的核心驱动力。

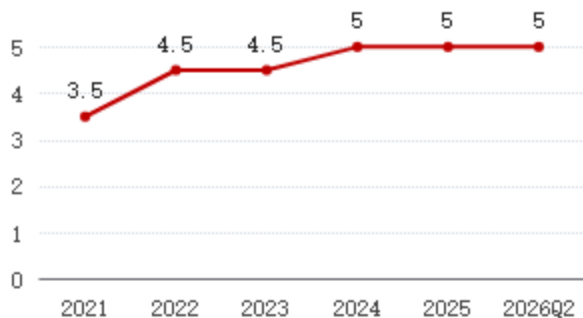
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力稳健，2024年起受益于铜价上涨，盈利及成长性均重回高位。业务控制力维持在较高水平，体现其上下游话语权强。同时，得益于卓越的盈利能力和资源扩张，股东回报能力维持高位，彰显了价值创造潜力。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



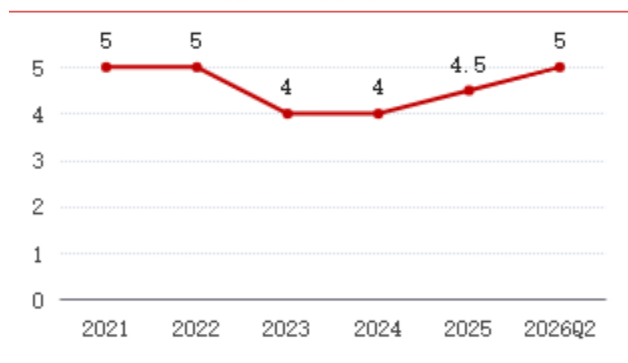
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力受铜金价格影响较大，在疫情期间，由于美国降息、宏观经济等因素影响，加之全球供应链扰动，铜价上涨，公司盈利能力星级上升。疫情之后随着美国加息，铜价降低，公司盈利能力下降。近五年总体来说，黄金价格随着美元信用下降，不断攀升，公司盈利能力水涨船高。2024年-2026年，铜金价格维持高位，盈利能力星级维持在较高水平。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



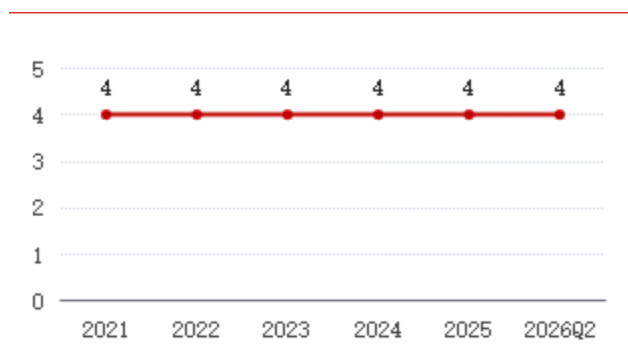
数据来源：公司财报，壹评级

公司主营业务为铜矿和金矿，在疫情期间，由于美国降息、宏观经济等因素影响，加之全球供应链扰动，铜价上涨，公司成长性星级上升。疫情之后随着美国加息，铜价降低，公司成长性降低。2024年到2026年，铜金价格恢复涨势，成长星级提升，维持在较高水平。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



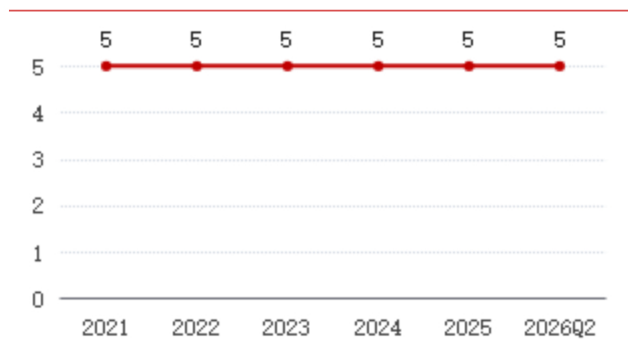
数据来源：公司财报，壹评级

从历史来看，公司业务控制力维持在较强水平。公司上下游占款能力较强，净占款/净资产高于同行业，变现能力较强，经营性现金流净额/净利润大于1。2026年，公司位处于上游，占款能力较强，铜金价格不断上涨，业务控制力维持高位。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力强，主要源于其卓越的盈利能力、持续的净利润高增长、战略并购驱动的资源扩张，以及业务多元化和海外高毛利业务的贡献。2025年末，公司ROE达27.9%，超行业平均水平。对股东分红较为慷慨，2025年现金分红159.5亿元、股利支付率31%，且公司已承诺 2026-2028年累计分红不低于可供分配利润35%。

5. 四维评级

公司成长空间一般，但优于其他矿企，未来的增长更多依赖于现有产能的释放与成本的进一步优化，爆发式增长的空间相对受限，锂业务增速迅猛，但长期来看，利润波动呈现典型的周期性特征。公司盈利趋势稳中有增。受益于全球大宗商品价格中枢上移以及锂业务产能持续放量。产业格局中规中矩，金铜等大宗商品同质化程度较高，且全球市场分散。公司护城河宽，作为全球金铜龙头企业，紫金矿业资源布局广泛，覆盖中国、刚果（金）、阿根廷、澳大利亚等多个国家和地区，叠加“矿石流五环归一”的管理优势与低成本开采技术壁垒，其资源与运营护城河较为明显。

5.1 成长空间

★★★★☆

作为全球领先的综合性矿业集团，已进入成熟发展阶段，其黄金与铜业务规模庞大，短期内难以实现高倍数增长。虽然公司在海外持续并购优质资产（如刚果Kamoa铜矿、塞尔维亚Timok项目），但整体营收基数高，叠加金属价格周期性波动，未来复合增长率受限。

矿山产铜(1星):

全球铜矿供应集中度高，新增产能主要来自现有巨头扩产，新进入者极少。铜价高度受宏观经济和美元周期影响，企业盈利波动大，资本开支趋于谨慎。大型铜矿开发周期长达5-10年，短期供给弹性有限，但行业整体已过高速增长期。因此，矿山产铜的成长空间更多体现为结构性机会而非行业性爆发，整体增速低。

矿山产金(1星):

黄金作为避险资产，其价格受利率、通胀和地缘冲突驱动，但开采端的成长性较弱。全球高品位金矿资源日益枯竭，新发现成本高昂，且环保与社区审批日趋严格，限制了产能扩张。大型金矿企业主要通过并购整合维持储量，而非有机增长，矿山产金的成长空间有限。

碳酸锂(5星):

碳酸锂处于新能源革命的核心赛道，受益于全球电动化浪潮。长期看，固态电池商业化仍需时日，液态锂电池主导地位稳固。具备优质锂资源（盐湖、硬岩）和一体化布局的企业（如赣锋、天齐）将持续受益。此外，政策支持（碳中和）、技术迭代（提锂效率提升）和下游绑定（长协订单）共同构筑高成长确定性，整体成长空间高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

紫金矿业凭借低成本矿山（AISC低于行业平均）和多元化金属组合（金+铜+银），在金属价格波动中展现出较强盈利韧性。2020-2025年，公司净利润复合增速超30%，主要得益于铜价上涨及新项目投产。同时，需注意矿产的周期属性，边际增速已从高位回落。

矿山产铜(2.5星):

铜价自2020年以来进入上行周期，LME铜价突破1.3万美元/吨，带动矿山企业盈利显著改善。头部铜矿商通过技改降本、副产品回收（如钼、银）提升利润率。但铜价与全球经济高度相关，若美联储长期维持高利率或中国地产疲软，铜价可能回调，影响盈利稳定性。

矿山产金(2星):

2023 - 2026年，因避险情绪和央行购金，金价不断攀升，但金矿企业AISC（全维持成本）同步上升，挤压利润空间。部分老旧矿山品位下降，推高单位成本。此外，黄金工业属性占比低，难以通过下游工业需求创造附加值，盈利完全依赖金价。一旦实际利率回升，金价可能承压，导致盈利大幅波动，盈利趋势稳定性不足。

碳酸锂(4星):

2021 - 2022年碳酸锂价格暴涨至60万元/吨，企业盈利暴增；2023年价格回调至10万元以下，行业洗牌加速。但龙头企业凭借自有资源（如锂辉石、盐湖）仍保持正向毛利，而外购原料厂商普遍亏损。展望未来，供需再平衡后价格将趋于理性，具备成本优势的企业可维持30%+毛利率。叠加长协锁定、技术降本，盈利趋势有望企稳向上。

5.3 产业格局

★★★★☆

紫金矿业在全球金铜市场中位居前列，但面对必和必拓、纽蒙特、巴里克等国际巨头，市场份额仍有限。国内同行如山东黄金、江西铜业在细分领域亦有竞争力。行业整体呈现“寡头竞争+区域割裂”格局，资源整合持续推进，但跨国并购难度加大。公司虽具成本与管理优势，但尚未形成绝对垄断地位，产业议价能力中等。

矿山产铜(2.5星):

全球铜矿CR5（前五大企业）市占率约40%，包括Freeport、Codelco、BHP等，集中度较高但未形成寡头，产品同质化严重，产业格局一般。

矿山产金(2.5星):

全球金矿行业高度分散，CR10不足30%，大量中小型矿企活跃于非洲、拉美等地。头部企业通过并购提升集中度（如纽蒙特收购Newcrest），但整合难度大。中国金矿以国企为主，资源储量不及海外巨头。行业进入门槛中等，退出成本高，导致“僵尸矿山”长期存在，产业格局一般。

碳酸锂(2.5星):

碳酸锂产业格局快速演变。上游资源端由Albemarle、SQM、赣锋、天齐等掌控；中游加工集中在中国（占全球80%）；下游绑定电池厂（宁德、LG）。但2023年后大量新玩家涌入（如云母提锂、回收锂），导致产能过剩。同时，技术路线多元（盐湖、矿石、黏土、回收），整体呈现“资源为王、加工内卷、下游强势”的三角博弈，格局尚未稳定，产业格局一般。

5.4 护城河

★★★★★

紫金矿业构建了极为宽广的护城河，核心在于其全球化优质资源储备（如世界级铜金矿）、极低的现金成本（部分矿山AISC全球最低）、强大的工程与运营管理能力，以及持续的科技创新（如生物提铜、低品位矿利用）。其“资源+技术+成本”三位一体优势难以被复制，尤其在高通胀环境下，低成本成为关键壁垒。此外，公司治理结构稳定，战略执行力强，护城河综合分数极高。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
矿山产铜	(5星) 公司矿山产铜业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为29.2%，公司市占率约为5.0%，业务控制力为4.5星。公司持有刚果（金）卡莫阿铜矿44.20%权益、塞尔维亚紫金矿业100%及紫金铜业63%权益、西藏巨龙铜业58.16%权益、秘鲁La Arena100%权益等世界级铜金资产，资源品位高、成本低。2025年矿产铜产量108.51万吨（权益88.56万吨），连续三年为亚洲唯一矿产铜超百万吨企业，按权益储量、资源量、产量计全球分别排名第三、第七、第四，具备较强抗周期能力。	(5星) 该业务拥有资源与管理运营护城河。其中，资源护城河持续性高，并依靠优质的管理运营水平，将资源优势发挥到极致。1) Kamo-a-Kakula项目资源量超4000万吨，平均品位超2.5%，为全球最高品位大型铜矿之一，未来十年将进入产量爬坡期，支撑长期增长；2) 公司采用国际标准运营海外资产，强化ESG管理，有效降低地缘政治风险，保障全球资源安全与稳定现金流。
矿山产金	(5星) 公司矿山产金业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为22.2%，公司市占率约为2.9%，业务控制力为4.5星。截至2025年末，公司保有金资源量4,610吨、金储量1,996吨（按控股企业100%口径及联合营企业权益计），资源量规模位居全球前列，且多为高品位矿山。	(5星) 该业务拥有资源与管理运营护城河。其中，资源护城河持续性高，并依靠优质的管理运营水平，将资源优势发挥到极致。1) 通过持续并购（如收购大陆黄金、武里蒂卡金矿），快速扩充优质资源储备，形成全球化黄金资产组合，分散单一区域风险；2) 推进数字化与智能化矿山建设，大幅降低人工成本和安全事故率，提升全要素生产率，巩固长期低成本优势。
碳酸锂	(3星) 公司碳酸锂业务护城河宽度星级中等。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为20.3%，公司市占率约为7%，业务控制力为4.5星。公司控股阿根廷3Q盐湖项目，锂资源量超700万吨LCE，潜力巨大。阿根廷3Q盐湖项目一期已于2025年三季度末正式启动运营，当前正处于产能爬坡与工艺优化阶段，即将迎来规模化销售的拐点。	(5星) 该业务拥有资源与管理运营护城河。其中，资源护城河持续性高，并依靠优质的管理运营水平，将资源优势发挥到极致。1) 3Q盐湖镁锂比较低（约2.3），提锂工艺简单、回收率高，具备打造全球最低成本锂盐产能的潜力，资源禀赋优异；2) 依托集团雄厚资本实力和海外项目经验，加速项目建设，2026年起逐步释放产能，有望成为新增长极。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的DDM估值模型和动态估值模型，基于未来产品销量增长，金属价格回归中枢，紫金矿业当前处于偏低估状态。

6.1 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：2026年目标120万吨（同比+10%），增量来自于巨龙铜矿二期（2026年1月达产，达产后总产能30-35万吨）及朱诺铜矿等。远期2028年规划150-160万吨，CAGR达12.5%。

价：当前沪铜现货价10-11万元/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，稳态期均衡价格看7.5万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2025年，公司矿产铜加权单位销售成本约2.55万元/吨（其中铜精矿2.24万元/吨、矿山产电积铜3.29万元/吨、矿山产电解铜3.64万元/吨，按矿产铜销量88.49万吨加权），加权销售均价6.54万元/吨，加权毛利率61.04%（铜精矿单品口径为64.85%）；C1现金成本仍处全球成本曲线前20%分位，2025年同比下降24%。2026年一季度受品位下降、运距拉长及权益金上升影响，加权单位成本升至2.70万元/吨，但铜价同比上涨34.8%充分覆盖成本，加权毛利率提升至67.7%。2026年成本小幅提升，但价格涨幅覆盖成本，毛利率维持65%+水平。

长期：铜价稳态期回归，公司铜矿毛利率稳态维持39%，ROIC超29%。

矿山产金

收入假设：

量：2026年目标105吨，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）、赤峰黄金并表等，公司指引2028年目标130-140吨。

价：当前沪金维持在900元/克以上，金价保持强势。美联储降息+地缘风险支撑长期涨势，考虑通胀后，稳态期看1300元/克。

盈利能力假设：

短期：2026年单位成本281元/克（包含金精矿和金锭），ASP 950元/克，毛利率68%+。

长期：并购亏损矿山扭亏（如阿基姆金矿）+技术降本，ROIC超22%。

碳酸锂

收入假设：

量：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）、刚果金Manono项目（2026年6月投产，预计下半年单项目即可贡献约3万吨增量）及阿根廷3Q盐湖。中期，2028年规划27-32万吨。

价：当前碳酸锂约15万元/吨，处于盈利丰厚区间，远期考虑到全球通货膨胀，碳酸锂中枢看12万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2026年，公司碳酸锂品种放量，随着锂价升高，毛利率达48%+。

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），稳态毛利率30%+，ROIC超20%。

其他业务

多为贸易和冶炼，盈利能力维持低水平，ROIC稳态期为7%左右，非公司核心盈利能力，不多赘述。

少数股东权益

公司主要成长资产均非100%持股，估值须在权益口径下扣减少数股东损益，避免与分部估值重复计价：1）紫金黄金国际（2259.HK）已于2025年9月30日分拆上市、募资约250亿港元，仍为公司控股并表子公司，2026年上半年矿产金27.3吨（同比+44%）、收入39.87亿美元（+100%）、母公司拥有人应占溢利14.51亿美元（+179%）、AISC 1,678美元/盎司、资产负债率降至26%，并宣派上市以来首次中期股息每股1.50港元；其黄金资产已获市场独立定价，本报告在分部加总后按公司持股比例扣减对应少数股东权益，不重复计入母公司价值。2）赤峰黄金持股25.85%已并表，其余74.15%计入少数股东权益。3）西藏巨龙铜业持股58.16%、卡莫阿44.20%（按权益法/权益产量口径计）、塞尔维亚紫金铜业63%、科卢韦齐67%、藏格矿业约26%，2025年矿产铜权益/总量比约81.6%。上述扣减合计影响见估值明细表。

表2：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	4505.8	4416.2	4769.5	5033.8	5181.3
归母净利润(亿)	204.6	310.4	504.1	848.2	956.3	952.7	846.2	713.7
归母净利润增速(%)	5.2	51.7	62.4	68.3	12.7	-0.4	-11.2	-15.7
经营性净利润(亿)	213.5	324.2	537.4	1060.0	1195.0	1190.6	1057.4	891.8
经营性净利润增速(%)	2.9	51.8	65.8	97.2	12.7	-0.4	-11.2	-15.7
经营性归母净利润(亿)	169.9	263.7	436.0	848.0	956.0	952.5	845.9	713.4
经营性归母净利润增速(%)	1.2	55.2	65.3	94.5	12.7	-0.4	-11.2	-15.7

数据来源：壹评级

表3：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	578.3	828.7	1049.9	1139.8	1102.2	1107.6
收入增速(%)	14.4	16.1	20.1	43.3	26.7	8.6	-3.3	0.5
经营性净利润(亿)	165.9	210.7	241.1	370.1	476.4	470.4	410.0	393.7
经营性净利率(%)	40.0	43.7	41.7	44.7	45.4	41.3	37.2	35.5
经营性净利润增速(%)	5.0	27.0	14.4	53.5	28.7	-1.3	-12.8	-4.0
矿山产金	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	270.9	352.9	646.8	933.0	1066.3	1199.6	1235.6	1138.0
收入增速(%)	20.8	30.3	83.3	44.3	14.3	12.5	3.0	-7.9
经营性净利润(亿)	86.0	139.0	288.3	438.0	455.7	407.4	308.9	158.9
经营性净利率(%)	31.7	39.4	44.6	46.9	42.7	34.0	25.0	14.0
经营性净利润增速(%)	14.0	61.7	107.4	51.9	4.0	-10.6	-24.2	-48.6
碳酸锂	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	144.0	200.0	330.0	396.0	435.6
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	38.9	65.0	20.0	10.0
经营性净利润(亿)	-0.6	-0.8	-1.1	41.2	41.0	85.2	107.3	104.5
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	28.6	20.5	25.8	27.1	24.0
经营性净利润增速(%)	14.0	-36.4	-48.4	3728.2	-0.6	107.9	26.0	-2.7
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2234.0	2181.7	2239.3	2600.0	2100.0	2100.0	2300.0	2500.0
收入增速(%)	6.2	-2.3	2.6	16.1	-19.2	0.0	9.5	8.7
经营性净利润(亿)	-37.7	-24.8	9.2	210.6	222.0	227.6	231.1	234.7
经营性净利率(%)	-1.7	-1.1	0.4	8.1	10.6	10.8	10.0	9.4
经营性净利润增速(%)	-49.2	34.4	137.1	2196.1	5.4	2.6	1.5	1.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：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	2.2%	中低	一般	强	7.5%	14.85	368.9
矿山产金	2.0%	中低	一般	强	7.5%	14.85	384.4
碳酸锂	5.0%	中等-	一般	强	7.5%	16.2	133.5
其他	4.2%	中低	一般	一般	7.0%	13.37	251.7
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)	1650.2	3816.3	5466.6	-	1093.3	-	4373.3
矿山产金(亿)	1613.0	2977.3	4590.3	-	918.1	-	3672.2
碳酸锂(亿)	189.4	1127.9	1317.3	-	263.5	-	1053.8
其他(亿)	1034.7	1830.5	2865.1	-	350.0	146.0	2661.1
公司整体测算(亿)	4487.3	9752.0	14239.3	-	2624.9	146.0	11760.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：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)	2835.5	2143.6	4979.1	-	995.8	-	3983.3
矿山产金(亿)	2361.6	2496.6	4858.2	-	971.6	-	3886.6
碳酸锂(亿)	441.5	1023.8	1465.4	-	160.0	-	1305.4
其他(亿)	1349.5	1608.7	2958.2	-	292.6	131.0	2796.6
公司整体测算(亿)	6988.1	7272.8	14260.9	-	2420.0	131.0	11971.9

数据来源：壹评级

6.4 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；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。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

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。