



中國 | 礦業

5 January 2026

紫金礦業 (2899 HK)

盈喜定調 2026 — 金銀向上、鋁業擴張

盈喜發布：量價齊升推動 2025 盈利加速

2025 年 12 月 30 日，紫金礦業發佈正面盈喜，指引 2025 年股東應佔溢利為人民幣 510 – 520 億元，同比約+59% – 62%（扣除非經常性項目後：人民幣 475 – 485 億元，同比約+50% – 53%）。管理層將業績上行歸因於主要商品的產量增長與實現價格上升。公司估算 2025 年全年產量約為：黃金約 90 噸（同比+23%）、銅約 109 萬噸（+2%）、白銀約 437 噸（大致持平）、以及當量碳酸鋁約 2.5 萬噸（含 5 – 12 月來自藏格礦業的貢獻）。產品組合向毛利更高的黃金傾斜，疊加電池金屬規模擴張，帶動營運槓桿與現金創造能力提升。

2026 產量藍圖：金銅擴產、鋁業躍升

公司同時披露 2026 年產量目標：礦產金 105 噸、礦產銅 120 萬噸、白銀 520 噸、當量碳酸鋁 12 萬噸。相較 2025 年估算，對應黃金約+17%、銅約+10%、白銀約+19%，鋁板塊實現躍升。執行層面將由可視化的項目儲備提供支撐：管理層於 2026 年新年致辭重點提及推進塞爾維亞（Čukaru Peki 下部礦段；Jama）、秘魯（La Arena 二期）以及中國境內核心資產（Zhunuo 銅礦、沙坪溝鋁礦、海域金礦）等。若按計劃落地，將進一步提高公司對結構性緊平衡的銅與仍具韌性的貴金屬價格的曝險，且鋁業務有望成為繼金/銅之外的第三利潤支柱。關鍵敏感因素包括投產與爬坡節奏、資本開支紀律，以及多司法轄區項目的許可與物流風險。

金銀價格展望支撐利潤率

商品價格走勢——尤其是黃金與白銀——為紫金帶來正面催化，因公司在兩者領域均屬頂尖生產商。2026 年金價預計平均每盎司 4,000 – 5,000 美元；在美國經濟不確定性、美聯儲政策與地緣政治緊張的背景下，上行風險區間或至每盎司 5,400 – 6,000 美元。白銀方面，紫金於多金屬礦山以副產品形式生產（2025 年 437 噸，儲量 14,739 噸，按「量度/指示/推斷」分類），其價格預期均價每盎司 56 – 65 美元，並有望在太陽能與電子等工業需求帶動下觸及每盎司 75 – 100 美元。上述趨勢可望提振紫金的利潤率，但若美國加息或經濟放緩，價格或面臨下行壓力。

海外黃金平台上市、標普評級上調、收購 RG Gold

2025 年 9 月 30 日，紫金黃金國際（2259.HK）上市，募資約 250 億港元，形成由紫金控股的海外黃金純粹標的，強化黃金板塊的融資靈活性。其後標普於 2025 年 10 月 27 日將紫金長期主體評級上調至 BBB（穩定），理由包括產量上升與價格韌性。公司近期亦公告以約 12 億美元收購哈薩克斯坦 Raygorodok（RG Gold）礦權，於有利價格環境下擴大黃金產能。

估值：上行空間仍在，惟需關注週期與地緣風險

近期動態包括新任董事長鄒來昌履新，其強調圍繞大型黃金與銅資產的併購；同時，公司已於 2025 年 12 月實現首座硬岩鋁礦投產。估值方面，該股目前市值超過 1 兆港元，對應 2025/2026 財政年度的預測市盈率（PE）分別為 17.1 倍及 13.1 倍。此估值水平低於香港上市同業及全球礦業同業：香港上市同業 2025/2026 財年的平均市盈率分別為 22.5 倍及 15.7 倍；全球同業則分別為 20.4 倍及 15.0 倍。根據彭博數據，市場分析師目前的目標價介於 40 港元至 47 港元之間，反映在看漲前景下仍具備上行潛力。然而，投資者仍應密切留意地緣政治緊張局勢及大宗商品週期的波動。

未評級

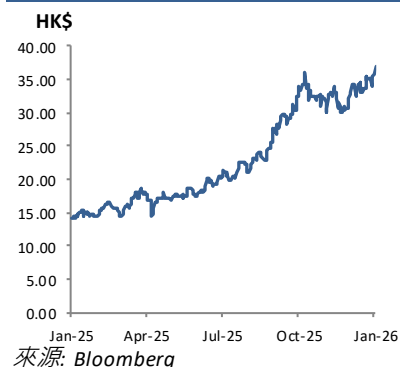
當前股價 (港元)*	36.94
目標價 (港元)	N/A
上升/下跌空間 (%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	26,338.47
* 股價截至	2-Jan-26

關鍵數據

股票代號	2899 HK
總市值 (港元)	1,013,048
近3個月人均成交額	2,149.7
52周最高價 (港元)	37.06
52周最低價 (港元)	13.86
自由流通比率 (%)	99.7%
總股本 (百萬股)	5,988.8

股價表現	絕對回報	相對回報
1個月	12.9%	11.9%
3個月	9.0%	12.9%
6個月	79.3%	64.9%

股價1年圖



葉偉焯 Raymond Ip
raymond.ip@crosby.com
+852 3476 2928



圖 1 同業分析 (截至 2026 年 1 月 2 日收市價)

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)	P/E (x)		FY1-FY3 EPS Cagr (%)		FY1 Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC Hist (%)	Share px chg (%)		
					FY1	FY2	FY1	PEG (x)	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1		1-mth	3-mth	12-mth
HSI		26,338			12.5	11.3	11.4	1.09	3.1	3.3	1.38	1.36	10.4	10.5		0.9	(3.5)	34.2
HSCEI		9,169			11.5	10.4	12.2	0.95	2.9	3.0	1.28	1.29	11.1	11.0		(0.1)	(5.7)	29.3
CSI300		4,630			16.5	14.4	13.9	1.19	2.4	2.6	1.81	1.78	10.2	10.8		1.0	(0.2)	22.6
Sector Average					22.5	15.7	26.6	0.8	1.1	1.8	6.3	5.1	24.4	25.1	15.0	5.7	(4.4)	272.9
Sector Median					21.4	15.3	28.7	0.8	1.2	2.3	5.2	4.6	23.5	24.6	13.2	5.4	(6.0)	177.3
Zijin Mining-H	2899 HK	36.94	130,013	275.9	17.1	13.1	18.5	0.92	1.8	2.3	5.20	4.77	30.0	30.8	13.9	12.9	9.0	160.5
Zijin Gold Inter	2259 HK	147.60	50,699	145.5	33.6	20.6	30.8	1.09	0.3	0.6	11.90	8.00	N/A	24.6	N/A	5.4	7.3	N/A
Shandong Gold -H	1787 HK	35.86	24,604	65.8	24.0	15.5	29.0	0.82	1.6	2.6	4.87	3.35	15.9	14.9	6.3	0.4	(6.0)	166.8
Zhaojin Mining-H	1818 HK	31.90	14,503	53.7	29.5	20.8	29.5	1.00	0.5	0.8	4.19	4.04	11.9	15.3	8.2	8.1	(0.8)	179.3
Wanguo Gold Grou	3939 HK	7.87	4,470	21.0	21.4	15.3	28.3	0.76	1.7	2.5	8.73	7.24	36.8	36.0	31.5	(2.4)	(23.2)	175.3
Lingbao Gold-H	3330 HK	18.88	3,119	17.8	14.5	11.8	21.2	0.68	N/A	N/A	5.24	4.55	34.6	31.4	17.7	13.3	(7.5)	473.9
Tongguan Gold Gr	340 HK	2.82	1,881	7.8	17.6	12.6	28.7	0.61	0.9	2.3	4.07	3.93	17.0	22.8	12.5	2.5	(9.6)	481.4
Sector Average					20.4	15.0	18.4	1.1	1.5	2.0	4.1	4.3	22.4	26.0	17.2	5.0	12.2	169.7
Sector Median					16.4	12.3	18.9	1.0	1.0	1.0	3.8	4.0	22.8	22.0	16.6	5.5	12.9	172.7
New mont Corp	NEM US	99.85	108,963	922.7	15.4	12.4	16.0	0.96	1.0	1.0	3.28	3.17	22.8	22.0	16.6	10.4	15.5	160.2
Barrick Mining C	B US	43.55	73,324	620.1	18.7	12.3	26.8	0.70	1.3	1.8	2.92	2.83	14.6	15.5	12.0	6.1	28.4	172.7
Agnico Eagle Min	AEM US	169.53	85,060	435.8	21.0	16.1	13.9	1.51	0.9	0.9	N/A	3.47	15.7	18.0	12.5	(0.1)	0.8	106.8
Wheaton Precious	WPM US	117.52	53,357	218.9	43.3	33.2	19.5	2.22	0.6	0.6	N/A	6.32	13.0	16.2	11.6	9.1	7.0	102.4
AngloGold Ashant	AU US	85.28	43,045	224.9	14.7	9.7	18.9	0.78	3.4	4.7	5.80	4.79	31.7	38.5	21.8	1.7	17.7	250.4
Kinross Gold	KGC US	28.16	33,891	274.9	16.4	11.6	21.3	0.77	0.4	0.5	4.28	3.99	24.1	25.9	19.5	2.4	12.9	185.0
Gold Fields-Adr	GFI US	43.66	39,077	142.5	13.3	9.6	12.5	1.06	2.8	4.6	N/A	5.26	35.0	45.6	26.6	5.5	3.3	210.5

來源: 公司資料, Crosby Securities

主要財務數據

Yr ended 31 Dec	FY 2022	FY 2023	FY 2024
Income Statement (CNY'm)			
Revenue	270,329	293,403	303,640
YoY%	20.1	8.5	3.5
Gross profit	42,545	46,379	61,864
YoY%	22.4	9.0	33.4
EBITDA	39,747	41,564	56,872
YoY%	21.4	4.6	36.8
Net profit	20,042	21,119	32,051
YoY%	27.9	5.4	51.8
EPS (Fully diluted)	0.760	0.800	1.200
YoY%	26.7	5.3	50.0
DPS	0.200	0.250	0.380
YoY%	0.0	25.0	52.0
Balance Sheets (CNY'm)			
Cash & Cash Equiv	19,668	17,689	30,939
ST Investments	6,068	6,037	9,354
AR	11,638	11,130	8,495
Inventories	28,104	29,290	33,313
Other current assets	14,167	13,484	16,838
Total Current Assets	79,644	77,629	98,939
PP&E	159,297	182,557	198,165
LT Investments	11,316	14,426	16,708
Other Non-curr assets	55,787	68,394	82,798
Total Non-Current Assets	226,400	265,377	297,672
Payables & Accruals	27,703	35,248	40,433
ST Debts	34,337	40,227	50,527
Othe current Liabilities	9,130	8,707	8,825
Total Current Liabilities	71,170	84,182	99,784
LT Debts	92,913	102,899	100,353
Othe LT Liabilities	17,506	17,562	18,743
Total Long-Term Liabilities	110,419	120,460	119,096
Shareholders' Equity	88,943	107,506	139,786
Minority interests	35,513	30,857	37,945
Total Equity	124,455	138,363	177,731
Total Debts	127,249	143,126	150,879
Net cash / (debts)	(107,581)	(125,437)	(119,941)

Yr ended 31 Dec	FY 2022	FY 2023	FY 2024
Cash Flow Statement (CNY'm)			
Net Income	20,042	21,119	32,051
Dep & Amort.	9,771	9,850	10,036
Working capital changes	(5,746)	237	(64)
Other adjustments	2,702	40	4,007
Cash From Operations (CFO)	26,769	31,246	46,030
YoY%	8.9	16.7	47.3
Capex	(24,794)	(30,429)	(24,798)
Other investments	(27,595)	(4,823)	(8,985)
Cash From Investing Activities	(52,389)	(35,252)	(33,783)
Free Cash Flow (CFO - Capex)	1,975	818	21,232
YoY%	(55.4)	(58.6)	2,496
Net change in debts	48,765	15,877	7,754
Shares issue & buyback (net)	0	0	5,499
Dividends	(5,287)	(5,193)	(8,994)
Others	(12,204)	(8,658)	(3,255)
Cash from Financing Activities	31,274	2,026	1,003
Opening cash	14,015	19,668	17,689
Net Changes in Cash	5,653	(1,979)	13,250
Closing cash	19,668	17,689	30,939
Ratios			
Gross margin	15.7%	15.8%	20.4%
Ebitda margin	14.7%	14.2%	18.7%
Net margin	7.4%	7.2%	10.6%
Payout	26.3%	31.2%	31.5%
Effective tax	17.4%	15.2%	18.1%
Ebit margin (%)	12.3	12.3	17.2
Interest burden (x)	0.90	0.87	0.92
Tax budren (x)	0.67	0.68	0.67
Asset turnover (x)	1.05	0.90	0.82
Leverage (x)	3.22	3.30	2.99
ROE	25.1%	21.5%	25.9%
ROIC	11.4%	9.7%	12.2%
Total debts / Total Capital	50.6%	50.8%	45.9%
Net debts / SH Equity	121.0%	116.7%	85.8%

來源: Bloomberg, Crosby Securities

信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及／或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY)：預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL)：預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL)：預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和／或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB)：該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議：策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR)：沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR)：股票的目標價和／或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。