

紫金矿业：金铜量价共振之后，成本和项目兑现更重要

独立研究意见 | 研究截止2026年7月27日

我们怎么看

紫金矿业的金铜产量、利润和现金均保持强劲增长，正面方向有经营数据支撑。下一阶段的重点已经从“有没有增长”转向成本、品位和新项目能否按计划兑现。

为什么现在形成这个看法

2025年营业收入3490.79亿元、归母净利润517.77亿元、经营活动现金流754.30亿元，分别同比增长14.96%、61.55%和54.38%。

最强反方

金铜价格与产量提升若延续，当前对成本、项目与国别风险的约束可能低估盈利和现金弹性。

什么会改变我们的看法

上调条件：核心矿山产量与品位达到计划，现金成本稳定，新项目按期投产，经营现金足以覆盖资本开支并保持资产负债稳健；下调条件：金铜价格回落叠加品位或回收率下降，项目延期或超支，经营现金不能覆盖扩张投入。

这是Niselor Research基于公开信息形成的独立研究意见，不是买入、卖出、持有、仓位或交易指令。

商业基础、经营与现金

2025年矿产金约90吨、矿产铜约109万吨；资产组合与金属价格共同构成盈利基础。紫金矿业的金铜产量、利润和现金均保持强劲增长，正面方向有经营数据支撑。下一阶段的重点已经从“有没有增长”转向成本、品位和新项目能否按计划兑现。紫金矿业的商业基础要从真实资产和客户关系看。公司从事金、铜等有色金属资源勘探、矿山开发、选冶和销售。这决定了收入并非来自单一价格变量，利润也会受到产品结构、周转速度和资本占用的共同影响。金属实现价与现金成本决定收入质量，项目建设与海外资产则把经营结果落到现金。三者分开看，容易高估某一项增长；放在一起，才能识别增长究竟来自需求、价格、确认时点还是资金占用。

金铜价格、矿石品位、产销量、现金成本、汇率、税费与项目建设共同决定矿山利润和自由现金的走向。从业务端看，收入只是中间结果。金属实现价与现金成本决定收入的质量，项目建设与海外资产决定这份质量有没有变成可支配现金。公司从事金、铜等有色金属资源勘探、矿山开发、选冶和销售。业务跨度越长，内部抵消越值得警惕。某个环节扩张，可能同时推高采购、库存、应收或建设支出；合并收入增加，不一定代表所有环节都在创造价值。商业质量还要经受低景气期检验。若外部条件转弱时，公司仍能保持矿产金铜产量与品位并控制项目建设与海外资产，这套模式才有更高可信度；反之，规模可能只是放大波动。

把这套生意拆开后，紫金矿业的优势和约束都更具体。矿产金铜产量与品位决定现有经营基础是否稳固，金属实现价与现金成本决定收入增长有没有足够质量，项目建设与海外资产决定利润能否留下。三者的改善顺序可能不同，但长期不能持续背离：业务基础没有转成收入质量，说明竞争或执行出了问题；利润长期没有转成现金，则要重新估计周转与资本负担。季度数据可能受季节性影响，业绩预告或快报也要等待正式报告补齐报表。现阶段先记录收入、利润和现金是否同向，以及差异出现在哪个环节。利润和经营现金不能互相替代。利润回答当期确认了多少收益，现金回答这些收益是否已经回收，或是否被库存、应收和项目投入占用。对紫金矿业而言，项目建设与海外资产是检验报表质量的直接入口。

2025年营业收入3490.79亿元、归母净利润517.77亿元、经营活动现金流754.30亿元，分别同比增长14.96%、61.55%和54.38%。2026年第一季度营业收入984.98亿元、归母净利润200.79亿元、经营活动现金流278.32亿元，分别同比增长24.79%、97.50%和122.15%。公司半年度业绩预告预计归母净利润约391亿元，同比增加约158亿元、增长约68%；扣非后约379亿元，仍应以正式半年报为准。2025年和一季度的收入、利润、经营现金同向上升，且利润与现金增速明显快于收入。半年度业绩预告延续这一方向，但正式半年报仍需拆出金铜产量、实现价、现金成本和资本开支，判断增长来自价格、产量还是两者叠加。

矿产金铜产量与品位若改善，通常先进入收入或毛利；金属实现价与现金成本决定改善是否扩散；项目建设与海外资产则常常更晚确认。这一时间差正是下一份正式报告需要解释的地方。最新披露提供了新的方向线索，但正式半年报仍要补齐分部、费用、资产负债和现金流。只有这些项目相互吻合，预告或快报中的变化才算完整兑现。从年度到一季度，紫金矿业最值得追问的是变化来自基数、业务结构还是经营效率。答案要落在矿产金铜产量与品位与金属实现价与现金成本，不能只凭总收入增减判断。经营现金流的方向需要结合业务特征解释。预收、库存出售、应收回款、燃料采购或项目结算都可能改变单季现金；一次改善不能直接外推，持续背离也不能忽略。

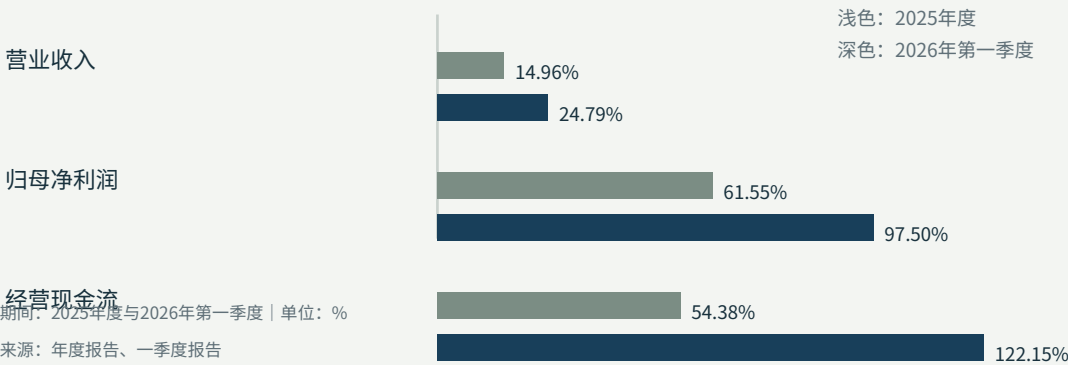
利润增速高于收入时，要检查毛利、费用、投资收益和非经常项目；利润落后于收入时，则要寻找成本、产品结构或资产利用的变化。当前披露给出结果，还没有补齐所有原因。财务变化还要回到经营动作。矿产金铜产量与品位、金属实现价与现金成本通常通过销量、价格、项目或资产利用进入利润表，项

目建设与海外资产则会受到结算、库存、应收和资本投入影响。下一份报告若只披露总收入和总利润，我们仍需寻找分部、毛利、费用与现金的对应关系；对应关系缺失时，只能确认结果发生，不能确认结果为何发生或能否延续。

现有时间线由2025年年报、2026年第一季度和最新披露组成。对紫金矿业，三者分别回答完整年度基础、近端变化和下一阶段线索，证据强度并不相同。后续正式报告要把矿产金铜产量与品位、金属实现价与现金成本与项目建设与海外资产放回同一会计期，才能判断最新线索是延续、反转还是单纯的确认时点差异。

紫金矿业：年度与一季度经营变化

收入、利润和现金在两个披露期间是否同向？



读者结论：2025年和一季度的收入、利润、经营现金同向上升，且利润与现金增速明显快于收入。半年度业绩预告延续这一方向，但正式半年报仍需拆出金铜产量、实现价、现金成本和资本开支，判断增长来自价格、产量还是两者叠加。

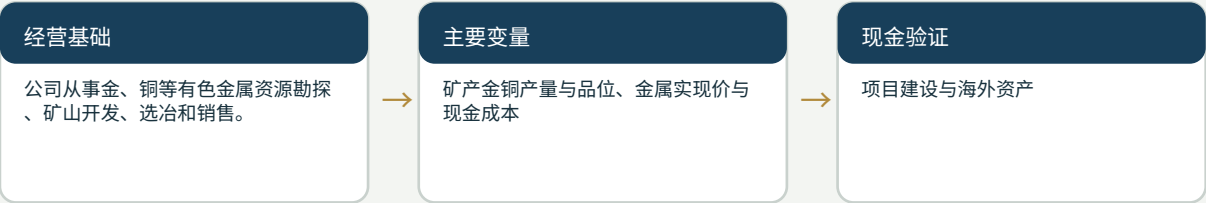
产业传导与证据

国家统计局6月数据显示，有色金属冶炼和压延加工业增加值同比下降3.8%；冶炼端统计不能替代矿山的资源、品位或海外项目进度。金铜价格决定收入环境，矿山品位、回收率和现金成本决定利润弹性，项目建设及资本开支决定现金回收。对紫金矿业而言，量价共振已经发生，执行偏差和成本抬升成为更重要的反方。对紫金矿业而言，行业资料只能解释外部约束，不能替代公司自身数据。只有矿产金铜产量与品位、金属实现价与现金成本、项目建设与海外资产能够同时被经营披露和现金数据支持，产业变化才可以进入公司结论。紫金矿业能主动调整的是产品、交付、成本和资本安排，不能独自决定的是行业价格、天气、宏观需求或监管节奏。我们会分别看这两类变量，避免把管理能力和外部顺风混为一谈。

如果宏观总量改善而公司数据没有响应，可能是业务暴露不同、竞争位置变化或传导尚未发生。反过来，公司也可能凭借自身资产和效率跑赢宽口径行业。公司与产业数据短期背离并不罕见。可能是订单与收入存在时差，也可能是公司竞争位置不同；下一次分部和现金披露将帮助区分这两种解释。如果产业环境转弱而紫金矿业的矿产金铜产量与品位、金属实现价与现金成本仍改善，说明企业自身能力可能更强；若产业向好而公司没有响应，则要检查执行、成本或资产负担。

紫金矿业：经营结果怎样走到现金

哪些经营环节决定利润能否变成现金？



期间：当前研究周期 | 单位：经营关系

来源：一季度报告

读者结论：金铜价格决定收入环境，矿山品位、回收率和现金成本决定利润弹性，项目建设及资本开支决定现金回收。对紫金矿业而言，量价共振已经发生，执行偏差和成本抬升成为更重要的反方。

市场预期与条件价值

研究问题是：金铜价格与产量增长能否在成本、品位、海外资产和新项目建设约束下转化为持续现金回报？正面观点不等于忽略周期。未签发概率和单点目标价，收盘价只用于统一研究日期；观点变化仍由产量、成本、项目和现金决定。本研究把601899在2026-07-24的完整收盘价31.51元作为可复算的市场参考。它不是交易信号，也不会自动改变公司质量、产业判断或本报告的观点方向。本报告不使用盘中数据、均线、形态、资金流或传统技术指标。估值分布、概率和单一风险收益比也没有在当前证据下计算，因此不会用醒目单点数值替代条件分析。当前市场真正等待的是矿产金铜产量与品位和金属实现价与现金成本能否同时兑现，并由项目建设与海外资产确认。只出现其中一项，往往不足以区分一次性确认与可持续改善。

要进一步讨论价值，至少需要更完整的盈利输入、资本需求和证伪边界。当前报告没有用未经核验的假设补齐这些缺口。紫金矿业当前没有足够输入支持情景概率和风险收益计算。缺少的不是一个倍数，而是对盈利持续性、资本需求和证伪幅度的可核验依据。若未来补做价值复核，矿产金铜产量与品位将影响盈利基础，金属实现价与现金成本影响利润质量，项目建设与海外资产决定现金折价。只有三者口径一致，价值讨论才有可复算基础。市场部分需要回答的是经营要求，而不是给收盘价找理由。以31.51元为参考，读者可以把后续披露与当前判断对照：矿产金铜产量与品位若弱于预期，盈利基础会受压；金属实现价与现金成本若改善，利润质量可能提高；项目建设与海外资产若持续落后，现金折价仍需保留。没有完整模型前，这些只能作为复核条件，不能换算成目标价。

紫金矿业：三层证据怎样互相验证

年度基础、季度变化和最新披露是否支持同一解释？

年度基础	2025年营业收入3490.79亿元、归母净利润517.77亿元、经营活动现金流754.30亿元，分别同比增长14.96%、61.55%和54.38%。
季度变化	2026年第一季度营业收入984.98亿元、归母净利润200.79亿元、经营活动现金流278.32亿元，分别同比增长24.79%、97.50%和122.15%。
最新披露	公司半年度业绩预告预计归母净利润约391亿元，同比增加约158亿元、增长约68%；扣非后约379亿元，仍应以正式半年报为准。

期间：2025年度；2026年第一季度；2026-07-01 | 单位：按原披露口径、公告或正式披露口径

来源：年度报告、一季度报告、最新重大披露

读者结论：2025年和一季度的收入、利润、经营现金同向上升，且利润与现金增速明显快于收入。半年度业绩预告延续这一方向，但正式半年报仍需拆出金铜产量、实现价、现金成本和资本开支，判断增长来自价格、产量还是两者叠加。

反方、证伪与三期限展望

最强反方：金铜价格与产量提升若延续，当前对成本、项目与国别风险的约束可能低估盈利和现金弹性。

上调条件：核心矿山产量与品位达到计划，现金成本稳定，新项目按期投产，经营现金足以覆盖资本开支并保持资产负债稳健。

下调条件：金铜价格回落叠加品位或回收率下降，项目延期或超支，经营现金不能覆盖扩张投入。

我们目前的总体研究观点为正面。公开披露显示紫金矿业的经营增长、利润和核心业务基础具有支撑，但这种正面判断以矿产金铜产量与品位、金属实现价与现金成本继续兑现为条件。更负面的变化是：金属价格回落、产量或品位不及预期、成本上升，或海外项目和建设进度扰动现金回报。若发生，当前观点必须重新签发；若反方条件得到连续事实支持，观点也应相应上修。向下的改变条件同样明确：金属价格回落、产量或品位不及预期、成本上升，或海外项目和建设进度扰动现金回报。它会先影响矿产金铜产量与品位或金属实现价与现金成本，随后反映在项目建设与海外资产。改变观点需要连续事实，而不是把门槛设得无法触发。矿产金铜产量与品位、金属实现价与现金成本和项目建设与海外资产会分别在业务、利润和现金层留下记录，便于下一次逐项核对。

三个期限分别检验变化是否开始、能否走完一个经营周期，以及回报能否复制。近期先看矿产金铜产量与品位与金属实现价与现金成本，中期要求项目建设与海外资产与利润相互印证；改变条件一旦出现，不会等到期限结束才更新判断。如果矿产金铜产量与品位率先改善而项目建设与海外资产仍弱，短期可以记录进展，中期观点仍需克制。若现金随后跟上，才说明经营改善穿过了周转和投入。若金属实现价与现金成本或项目建设与海外资产朝相反方向发展，复核不会等到两年期结束。触发条件出现时，报告应当提前更新并说明观点为何改变。近期复核先看披露能否解释矿产金铜产量与品位与金属实现价与现金成本。即使总利润符合预期，分部或现金不支持，也不能把近端结果视为完整改善。

中期复核会把季度时点拉长到完整周期。季节性、项目确认或一次周转释放在更长窗口内会逐渐消退，留下的才更接近持续经营能力。1至2年关注项目建设与海外资产，因为资本和周转最终决定增长能否留给股东。业务规模扩张却持续消耗现金，长期判断就要重新估计。

紫金矿业：观点在什么时间由什么证据复核

未来3个月、3至12个月和1至2年分别检查什么？

未来3个月

3至12个月

1至2年

核心矿山产量与品位达到计划，现金成本稳定，新项目按期投产，经营现金足以覆盖资本开支并保持资产负债稳健。

新增产量按计划释放，品位和现金成本稳定，经营现金能够覆盖项目资本开支。

新项目按期投产并完成爬坡，海外资产运营稳定，资源接续转化为可持续现金回报。

期间：研究基准日起0至3个月；超过3个月至12个月；超过12个月至24个月 | 单位：验证窗口

来源：最新重大披露、产业与经营约束

读者结论：近期确认变化是否发生，中期检查利润与现金能否闭合，1至2年检验回报能否复制。

三个观察期限

未来3个月（2026-07-27至2026-10-27）

下一次披露要核对矿产金铜产量、品位、实现价和现金成本，并确认项目进度没有把量价优势留在报表之外。

改变看法：上调条件：核心矿山产量与品位达到计划，现金成本稳定，新项目按期投产，经营现金足以覆盖资本开支并保持资产负债稳健；下调条件：金铜价格回落叠加品位或回收率下降，项目延期或超支，经营现金不能覆盖扩张投入。

下一次检查：下一次法定披露或主管部门数据窗口

3-12个月（2026-10-28至2027-07-27）

三至十二个月看新增产量和金属价格能否在成本、资本开支与经营现金之间形成稳定对应，避免只看利润总额。

改变看法：上调条件：新增产量按计划释放，品位和现金成本稳定，经营现金能够覆盖项目资本开支；下调条件：金铜价格回落叠加成本上升，项目延期或超支，扩张投入超过经营现金。

下一次检查：完整财务期与年度经营数据窗口

1-2年（2027-07-28至2028-07-27）

一至两年重点检验新项目按期投产、海外资产运营和资本回收；资源量大不等于项目回报已经兑现。

改变看法：上调条件：新项目按期投产并完成爬坡，海外资产运营稳定，资源接续转化为可持续现金回报；下调条件：品位、回收率或国别风险持续恶化，项目回收期拉长，资源规模没有形成实际回报。

下一次检查：年度报告与项目、资产或产品结构复核窗口

来源说明

本报告基于公司定期报告、重大公告、交易所与独立行情及主管部门公开资料编制。来源名称、日期、口径和限制请与正文一起阅读。

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。