



四川黄金（001337.SZ）：资源及成本优势持续优化的西部矿产金龙头

2025 年 3 月 19 日

推荐/首次

四川黄金

公司报告

投资要点：

公司业务主要围绕梭罗沟金矿矿山建设、开采、选矿及金精矿、合质金的销售展开。公司委托供应商完成剥离、爆破、铲装及运输等矿山作业，独立完成选矿工作，将采出的原生矿和氧化矿通过浮选与喷淋浸出得到金精矿与合质金产品，随后销售给下游冶炼或精炼企业。经过多年发展，公司已成为国内主要的金矿采选企业之一，系中国黄金协会理事单位，被评为国家级绿色矿山企业、四川省重点黄金生产企业。

公司持续开展资源勘查，资源储量不断提升。梭罗沟矿区方面，截止 23 年底，梭罗沟矿区保有金金属量 57914 千克，其中采矿许可证范围内金矿保有资源储量 935.6 万吨，含金金属量 29786 千克。梭罗-挖金沟矿区方面，截止 23 年底梭罗-挖金沟矿区合计保有金金属量 4022 千克，平均品位 2.73g/t，其中已备案金金属储量 1332 千克，平均品位 1.99g/t；2022 年，在其探矿权范围内，新增控制和推断矿石量 80.70 万吨，含金金属量 2690 千克，平均品位 3.33g/t。公司不断增加资源勘查的资金投入，2022、2023 年公司分别投入勘查资金 3294.19 万元与 6434.32 万元。2017-2022 年间，梭罗沟矿区新增金金属量 21380 千克；2023 年新增金金属量 6748 千克，平均品位 2.72g/t。通过不断的资源勘查，梭罗沟矿区 2017-2023 年间共新增金金属保有储量 28128 千克，占现有总储量 48.6%，显现出公司勘查工作的持续有效。

公司金精矿产量稳定提升，年均产能利用率高达 107%。公司原生矿石选厂产能为 60 万吨/年，由于其对实际生产过程中随采出的低品位氧化矿、混合矿和副产矿收集、堆存并利用，因此实际利用矿石量超过证载规模。2018-2023 年间，公司原生矿石入选量 CAGR 为 2.7%，由 60.94 万吨升至 69.49 万吨，以 60 万吨/年的产能计算，年均产能利用率高达 107%。2021-2023 年间，金精矿（金金属量）产量 CAGR 为 4.5%，由 21 年的 1.53 吨升至 23 年的 1.67 吨，公司金精矿产量稳定提升。通过原生矿石入选量与实际黄金金属产出量计算，2021-2023 年间实际矿石品位分别为 2.36g/t、2.41g/t 和 2.40g/t，较为稳定。根据 24H1 半年报披露，公司金精矿销售量同比增长持续。

公司金精矿产品毛利率稳定高于行业平均水平。2018-2023 年间，公司平均销售毛利率为 51.38%，金精矿平均毛利率为 53.12%。24H1，由于未有合质金生产，公司销售毛利率与金精矿毛利率相同，均为 53.05%。受益于公司的生产技术优势与成本控制能力，公司金精矿产品毛利率在国内可比上市公司中持续高于平均水平。从单位成本角度观察，得益于公司较高的黄金资源品位（23 年：3.37g/t）和金精矿品位（23 年：55.6g/t），公司 2023 年金精矿单位克金成本仅为 161.2 元/克，为平均值（201.2 元/克）的 80%。从毛利率角度观察，我们统计了七家黄金上市公司类似产品 2023 年的毛利率，公司金精矿产品毛利率为 53.80%，高出行业平均值（49.20%）4.6 个百分点。尽管公司露天开采进入残采期导致入选矿石品位下行，但公司 24H1 金精矿产品毛利率仍稳定高于行业平均水平（53.03%）。考虑到公司黄金产品销售策略的转变（暂停销售毛利相对偏低的合质金产品），叠加公司技改项目完成后的选矿技术提升，

公司简介：

公司成立于 2006 年 8 月，由四川省地质矿产勘查开发局下属国有企业双流容大（现四川黄金集团有限公司）牵头合资设立。公司业务主要围绕梭罗沟金矿矿山建设、开采、选矿及金精矿、合质金的销售展开。公司拥有梭罗沟金矿是四川省内最大的在产黄金矿山，根据中国黄金协会《中国黄金年鉴 2024》，公司是四川省唯一一家上榜“2023 年度各省（区、市）矿产金一吨以上独立矿山”的企业。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

公司将于 2025-04-11 披露 2024 年年报。

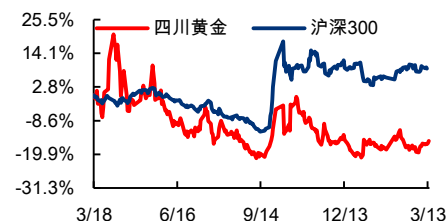
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	32.28-20.9
总市值（亿元）	93.83
流通市值（亿元）	64.44
总股本/流通 A 股（万股）	42,000/42,000
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	6.5

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

研究助理：闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

我们预计公司金精矿产品毛利水平仍有稳定优化空间。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 9.42/11.04/12.64 亿元，归母净利润分别为 3.43/4.16/4.92 亿元，对应 EPS 为 0.82/0.99/1.17 元/股，对应 PE 分别为 27.39X/22.56X/19.08X。考虑到公司黄金资源持续增储，金精矿毛利率行业领先，回收率提升带动产量增长，叠加黄金资产在进入全球资本配置新周期下价格呈现的强韧性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	472.46	628.99	942.29	1,103.76	1,263.84
增长率 (%)	-10.16%	33.13%	49.81%	17.14%	14.50%
归母净利润 (百万元)	198.69	210.92	342.60	415.98	491.76
增长率 (%)	29.53%	6.16%	62.43%	21.42%	18.22%
净资产收益 率 (%)	23.65%	15.54%	21.02%	21.66%	21.49%
每股收益 (元)	0.55	0.51	0.82	0.99	1.17
PE	40.62	43.80	27.39	22.56	19.08
PB	9.57	6.91	5.76	4.89	4.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 四川金矿采选龙头，业务规模与盈利能力持续提升.....	5
1.1 四川金矿采选企业龙头，拥有四川省内最大的在产黄金矿山.....	5
1.2 四川黄金集团持股 31.32%，四川省地质矿产勘查开发局为实际控制人.....	5
1.3 业务规模逐步扩大，24H1 归母净利润同比增长 51.76%.....	6
2. 矿产资源储量丰富，改扩建项目支撑矿山产能升级.....	7
2.1 公司持续开展资源勘查，资源储量不断提升.....	7
2.2 金精矿为主要产品，毛利水平在行业中具备比较优势.....	8
2.2.1 公司主要产品为金精矿，25 年起将部分转入地下开采.....	8
2.2.2 金精矿产量稳定，且逐渐提升.....	10
2.2.3 金精矿毛利率稳定高于行业平均水平.....	11
3. 财务数据比较优势明显，多项改扩建工程逐步推进.....	12
3.1 多项财务比率市场领先，期间费用率逐年降低.....	12
3.2 资源勘查增储效果明显，改扩建推进实现降本增效.....	15
4. 黄金供需：已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，供需基本面将决定黄金定价的底部中枢.....	16
5. 盈利预测及估值.....	19
5.1 关键假设及营收预测.....	19
6. 投资评级.....	20
7. 风险提示.....	20

插图目录

图 1：四川黄金公司发展历程.....	5
图 2：四川黄金股权结构（截止 2024Q3）.....	6
图 3：公司营业收入增长情况（2021-2024Q3）.....	6
图 4：公司归母净利润增长情况（2021-2024Q3）.....	6
图 5：甘孜-理塘构造带金矿分布图.....	8
图 6：梭罗沟金矿矿体分布图.....	8
图 7：金精矿产品示意图.....	9
图 8：合质金产品示意图.....	9
图 9：浮选工艺流程图.....	10
图 10：喷淋浸出工艺流程图.....	10
图 11：露天开采工艺流程图.....	10
图 12：地下开采工艺流程图.....	10
图 13：金精矿、合质金生产情况（2018-2023）.....	11
图 14：原生矿石入选量变化情况（2018-2023）.....	11
图 15：公司金精矿与合质金毛利润及金精矿毛利占比变化（2018-2024H1）.....	11
图 16：公司金精矿毛利率及销售毛利率变化（2018-2024H1）.....	11
图 17：金精矿类似产品毛利率比较（2023-2024H1）.....	12

图 18：金精矿类似产品单位成本比较（2023-2024H1）	12
图 19：A 股黄金相关上市公司 ROE 比较（2024H1）	13
图 20：A 股黄金相关上市公司 ROA 比较（2024H1）	13
图 21：A 股黄金相关上市公司销售净利率比较（2024H1）	13
图 22：A 股黄金相关上市公司销售毛利率比较（2024H1）	13
图 23：A 股黄金相关上市公司资产负债率比较（2024H1）	14
图 24：公司期间费用率变化（2018-2024H1）	14
图 25：黄金上市公司权益储量与产量对比（2023）	14
图 26：黄金上市公司股本与权益储量/股本对比（2023）	14
图 25：全球矿产金供应增速已呈现趋势性下滑	16
图 26：全球回收金供应增速近十年趋近于零	16
图 27：全球黄金 AISC 生产成本已创历史新高近 1500 美元/盎司	16
图 28：全球黄金供给比例	16
图 29：全球黄金总需求在经历 2020 年疫情冲击后开始修复	18
图 30：黄金消费趋势显示央行购金及黄金 ETF 增速较快	18
图 31：全球黄金年需求量超过 30 吨的国家共 17 个	18
图 32：黄金在不同国家的外汇储备占比（至 2024M12）	18
图 33：美元在全球央行的储备比例已降至 57.39%（至 24Q3）	18
图 34：黄金在全球央行总储备比例已升至 18.9%（至 24Q3）	18
图 35：黄金实物持仓 ETF 总量至 25M1 为 3253.4 吨	19
图 36：中国市场黄金 ETF 持仓量与金价变量	19

表格目录

表 1：公司现有黄金储量及资源勘查进度展示（截止 23 年底）	7
表 2：公司主要产品技术水平介绍	9
表 3：金精矿类似产品毛利率及单位成本比较	12
表 4：公司重大非股权投资情况（据 2024 半年报）	15
表 5：公司募集资金使用情况（据 2024 半年报）	15
表 6：全球黄金供应变化表	17
表 7：全球黄金需求变化表	18
表 8：产量假设	19
表 9：主营收入及毛利率预测	20
附表：公司盈利预测表	21

1. 四川金矿采选龙头，业务规模与盈利能力持续提升

1.1 四川金矿采选企业龙头，拥有四川省内最大的在产黄金矿山

四川黄金成立于 2006 年 8 月，由四川省地质矿产勘查开发局下属国有企业双流容大（现四川黄金集团有限公司）牵头合资设立。公司于 2023 年 3 月 3 日以“四川容大黄金股份有限公司”之名在深圳证券交易所主板上市，后于 2024 年 4 月 17 日更名为四川黄金股份有限公司。

公司业务主要围绕梭罗沟金矿矿山建设、开采、选矿及金精矿、合质金的销售展开。公司委托供应商完成剥离、爆破、铲装及运输等矿山作业，独立完成选矿工作，将采出的原生矿和氧化矿通过浮选与喷淋浸出得到金精矿与合质金产品，随后销售给下游冶炼或精炼企业。经过多年发展，公司已成为国内主要的金矿采选企业之一，系中国黄金协会理事单位，被评为国家级绿色矿山企业、四川省重点黄金生产企业。公司拥有的梭罗沟金矿是四川省内最大的在产黄金矿山，根据中国黄金协会《中国黄金年鉴 2024》，公司是四川省唯一一家上榜“2023 年度各省（区、市）矿山产金一吨以上独立矿山”的企业。

图1：四川黄金公司发展历程



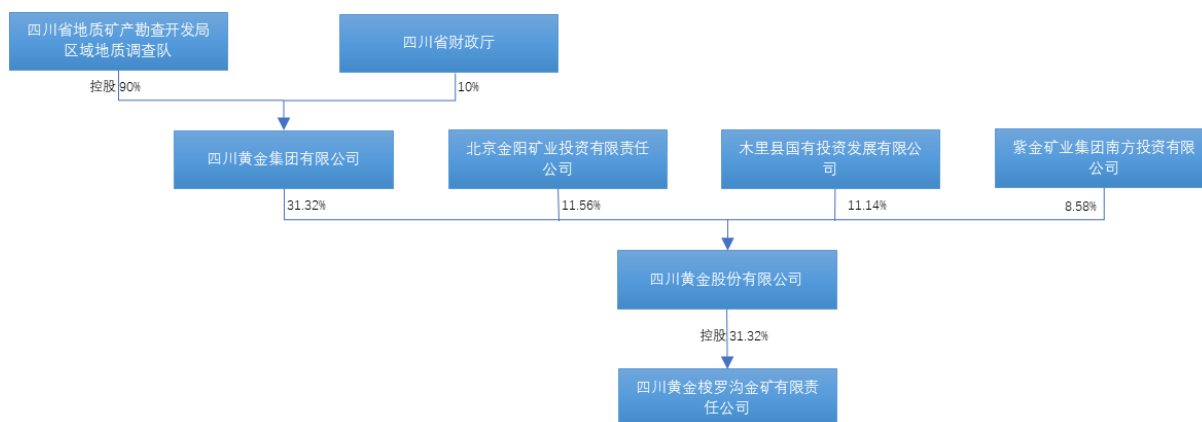
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 四川黄金集团持股 31.32%，四川省地质矿产勘查开发局为实际控制人

截止 2024 年 3 月 4 日，公司总股本为 42000 万股，其中流通股 28845.6 万股，占总股本比例为 69%。据公司 2024 年三季报，前十大股东合计持股 77.10%。公司现控股股东为四川黄金集团（原四川省容大矿业集团有限公司），持股 31.32%；通过股权穿透，公司实际控制人为四川省地质矿产勘查开发局，其控股比例为 28.19%。公司董事长冯希尧先生现任四川省地质矿产勘查开发局区域地质调查队队长兼党委副书记，及四川黄金集团有限公司董事长、总经理。

股权质押方面，据公司公告，当前公司合计质押 4666.27 万股，占总股本 11.11%。其中北京金阳矿业投资有限责任公司质押余量为 3142.27 万股，质押率达 64.73%；上海德三国际贸易有限公司质押余量为 1524 万股，质押率达 77.46%。虽然北京金阳与上海德三质押率较高，但公司整体股权质押情况良好，大股东未有股权质押，公司经营稳定，融资能力较强。

图2：四川黄金股权结构（截止 2024Q3）



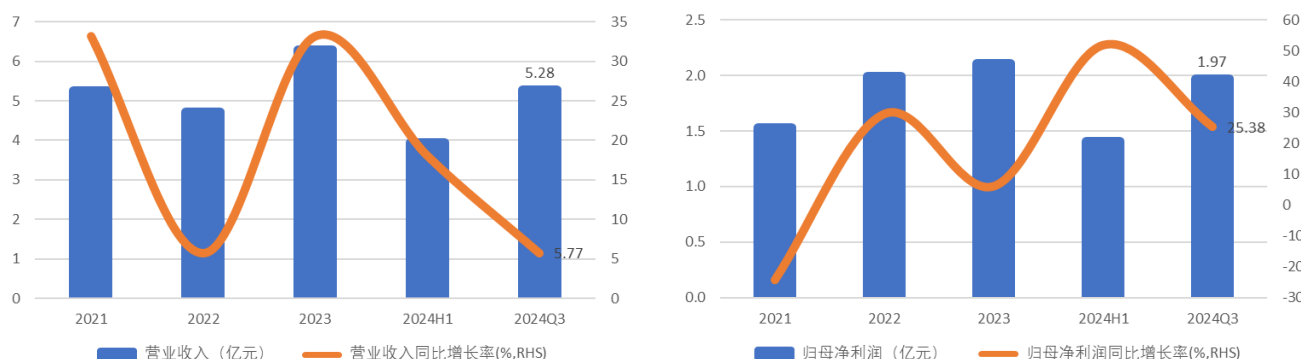
资料来源：iFinD，公司公告，东兴证券研究所

1.3 业务规模逐步扩大，24H1 归母净利润同比增长 51.76%

公司业务规模逐步扩大，盈利能力持续优化。2021-2023 近三年以来，公司业务规模持续扩大，由 21 年的 5.26 亿元增至 23 年的 6.29 亿元，期间平均年同比增速达 24%。24Q3，受益于金精矿的销售量增加以及金价上涨，公司年内已实现营业收入 5.28 亿元，同比增长 5.77%。盈利能力方面，同期公司归母净利润由 21 年的 1.53 亿元升至 2023 年的 2.11 亿元，且 24 年盈利水平实现进一步优化。本年度公司并未生产合质金产品，仅生产了毛利率更高的金精矿产品，且金精矿毛利率较去年同期提升 4.17 个百分点至 53.05%（24H1 数据）。产品结构的变化以及金价的提升推动公司 24H1 整体毛利率较去年同期增长 8.48 个百分点至 53.05%，归母净利润同比增长 51.76%至 1.41 亿元，显示出公司盈利能力的明显优化。截止 24Q3，公司完成归母净利润 1.97 亿元，同比增长 25.38%，已实现 23 年全年利润的 93.4%。

图3：公司营业收入增长情况（2021-2024Q3）

图4：公司归母净利润增长情况（2021-2024Q3）



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

2. 矿产资源储量丰富，改扩建项目支撑矿山产能升级

2.1 公司持续开展资源勘查，资源储量不断提升

公司拥有四川省内最大在产黄金矿山。公司拥有梭罗沟金矿采矿权（矿区面积 2.1646 平方公里，有效期 2021 年 5 月 17 至 2028 年 11 月 5 日）和梭罗-挖金沟探矿权（勘查面积 27.9865 平方公里，有效期 2022 年 8 月 22 日至 2024 年 8 月 22 日，目前已到期，在申请延续中，且已通过《四川省木里县梭罗-挖金沟金矿普查实施方案》）。梭罗沟金矿矿区与梭罗-挖金沟矿区均位于甘孜-理塘构造带南段，且挖金沟与梭罗沟金矿所在的如米沟、梭罗沟为相邻矿区。甘孜-理塘构造带是川西高原一个重要的有色金属、贵金属成矿构造带，近十年来该构造带由北至南相继发现有德格县错阿金矿床、甘孜县西冲农金矿点、甘孜县生康金矿点等十余个金矿点。所处地理位置有利于公司未来持续发掘地区矿产资源，提升控制资源储量，增强可持续发展能力。同时，挖金沟矿区与梭罗沟矿区的相邻地理位置也有利于日后挖金沟矿区的建设与开采。

公司持续开展资源勘查，资源储量不断提升。梭罗沟矿区方面，截止 23 年底，梭罗沟矿区保有金金属量 57914 千克，其中采矿许可证范围内金矿保有资源储量 935.6 万吨，含金金属量 29786 千克。梭罗-挖金沟矿区方面，截止 23 年底梭罗沟-挖金沟矿区合计保有金金属量 4022 千克，平均品位 2.73g/t，其中已备案金金属储量 1332 千克，平均品位 1.99g/t；2022 年，在其探矿权范围内，新增控制和推断矿石量 80.70 万吨，含金金属量 2690 千克，平均品位 3.33g/t。公司不断增加资源勘查的资金投入，2022、2023 年公司分别投入勘查资金 3294.19 万元与 6434.32 万元。2017-2022 年间，梭罗沟矿区新增金金属量 21380 千克；2023 年新增金金属量 6748 千克，平均品位 2.72g/t，但 2017-2023 年间新增储量尚未评审备案。通过不断的资源勘查，梭罗沟矿区 2017-2023 年间共新增金金属保有储量 28128 千克，占现有总储量 48.6%，显现出公司勘查工作的持续有效。未来，作为公司募集资金的主要用途，公司将持续资源勘查投入，进一步扩大梭罗沟金矿资源储量。同时，公司将跟踪调研金矿资源信息，寻求收购优质金矿资源，使公司成长性得到不断提升。

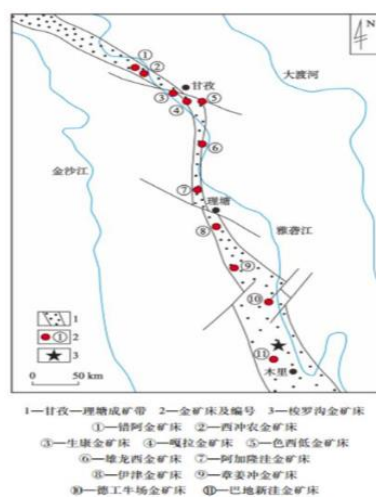
表1：公司现有黄金储量及资源勘查进度展示（截止 23 年底）

矿区名称	探明日期	备案状态	矿石量(万吨)	金属量(kg)	平均品位(g/t)
梭罗沟矿区	2016.3.31前	已备案	935.6	29786	3.37 ¹
	2017-2021	未备案	/	15688	/
	2022年	未备案	173.9	5692	3.27
	2023年	未备案	248.5	6748	2.72
	合计	/	/	57914	/
梭罗沟-挖金沟矿区 ²	2016.3.31前	已备案	66.8	1332	1.99
	2022年	未备案	80.7	2690	3.33
	合计	/	147.5	4022	2.73

1：该数据为16年披露，经过近几年开采平均品位或有下降；2：挖金沟矿区目前仅有探矿权

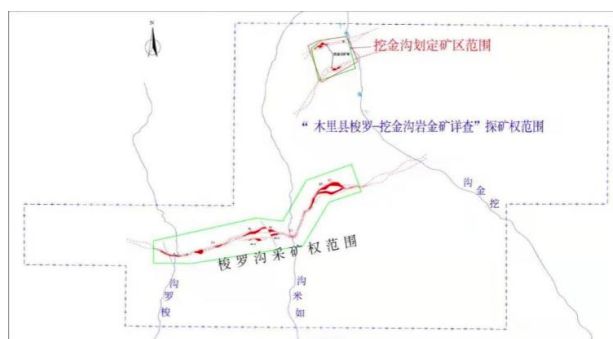
资料来源：四川黄金《首次公开发行股票招股说明书》，公司年报，东兴证券研究所

图5：甘孜-理塘构造带金矿分布图



资料来源：四川黄金《首次公开发行股票招股说明书》，东兴证券研究所

图6：梭罗沟金矿矿体分布图



资料来源：四川黄金《首次公开发行股票招股说明书》，东兴证券研究所

2.2 金精矿为主要产品，毛利水平在行业中具备比较优势

2.2.1 公司主要产品为金精矿，25年起将部分转入地下开采

公司主要产品为毛利率较高的金精矿，随采回收低品位氧化矿得到合质金。公司主要产品为金精矿，2018-2023年间，其平均营收占比高达94.5%，平均毛利占比高达97.6%。2019年公司完成“低品位氧化矿资源利用”项目的建设，从2020年开始通过使用环保型提金剂，环保、安全回收黄金资源，得到产品合质金，但数量较少。

公司生产包括采矿、选矿两个阶段，且在金矿开采、磨矿、浮选回收等方面形成了完整的技术体系。公司设立了技术工程部负责技术创新及生产工艺的改进工作，并积极与四川省地质局区调队、长春黄金研究院有限公司及中国有色金属工业西安勘察设计研究院有限公司等专业机构交流合作，生产技术较为成熟。采矿阶段，公司委托具有矿山总承包资质的供应商从事剥离、爆破、铲装及运输等矿山作业。公司掌握了上向水平分层充填采矿法、阶段空场嗣后充填采矿法、浅孔溜矿嗣后充填采矿法等成熟稳定的工艺技术，为采矿环节提供支持。选矿阶段由公司独立完成。公司将采出的原生矿运至选厂，经过浮选工艺（破碎、磨矿、浮选、脱水）

得到产品金精矿；将采矿阶段随采出的氧化矿运至堆浸场，经过喷淋浸出工艺（筑堆、喷淋、吸附、解吸电解）得到产品合质金，随后将金精矿和合质金销售给下游冶炼或精炼企业。公司在破碎、磨矿、浮选、脱水、喷淋浸出、解吸电解等方面均具有较高的工艺技术水平，有利于公司在选矿阶段提高生产效率，降低生产成本。

公司正处于露天开采转向地下开采的过渡期。目前，公司主要采取露天开采，随着露天开采境界内的矿石进入残采期，露天开采难度及成本会相应增加。公司现已开始向地下开采过渡，地下开采井巷建设主体工程及附属设施建设已全部完成，形成了完整的通风、运输、电力、排水等系统。2024年12月，公司顺利通过四川省应急管理厅审核，取得了梭罗沟金矿东西采区地下采矿工程的安全生产许可证，两采区年矿石处理能力皆为30万吨/年，预计25年起公司将部分转入地下开采。此外，为了提升矿石运输效率与安全性，公司对矿区道路进行了全面优化升级，选矿厂技改工程建设亦不断推进。

表2：公司主要产品技术水平介绍

技术名称	技术主要内容	成熟度
上向水平分层充填采矿法	自下而上分层回采，每分层先采出矿石，铲运机出矿，回采完毕后进行充填，以支撑采空区两帮和作为工作平台。该方法为工作面循环作业，凿岩爆破、出矿、充填和护顶完成一个循环后，进行下一分层的循环。	成熟稳定
阶段空场嗣后充填采矿法	该方法主体是空场法，铲运机出矿核心是先用空场法回采矿房（或矿柱），然后对采空区进行胶结充填，具有回采强度大、劳动生产率高、作业安全等优点。	成熟稳定
浅孔溜矿嗣后充填采矿法	采取平底结构铲运机出矿浅孔溜矿嗣后充填采矿法，至下而上分层回采，每次采下的矿石靠自重放出三分之一，其余的暂留在矿房中作为继续上采的工作平台，待矿房回采结束后再全部放出，矿房回采结束后，对采空区进行嗣后充填，具有结构简单及生产工艺简单，管理方便，可利用矿石自重放矿，采准工程量小、改善了工人作业环境，提高了矿山生产能力和矿山安全因素。	成熟稳定
破碎作业	破碎主要采用三段一闭路工艺流程。原生矿经给料机颚式破碎机一段粗碎，然后进入双层振动筛，筛下小于12mm矿石直接进入成品矿仓，大于12mm矿石进入圆锥破碎机进行二段中碎，然后由皮带运送至双层振动筛，筛选出矿石由皮带运送至圆锥破碎机细碎，细碎产品同样经过皮带送至双层振动筛，使圆锥破碎机与双层振动筛形成循环回路；筛下小于12mm矿石输送至成品矿仓。	成熟稳定
磨矿作业	磨矿采用一段磨矿分级闭路工艺流程。成品矿仓矿石经皮带分别送入三台球磨机，经球磨机磨矿后的产品进入单级螺旋分级机，分级机底流返回球磨机形成闭路循环，分级机溢流直接进入浮选工段。	成熟稳定
浮选作业	浮选采用一次粗选、两次精选、三次扫选工艺流程。分级机溢流矿浆进入1#搅拌桶并添加部分浮选药剂后进入2#搅拌桶再添加部分药剂然后进入浮选机粗选，粗精矿进入精选作业，粗选尾矿进入扫选作业，浮选尾矿经尾矿管直接排入尾矿库，金精矿浆进入脱水工段。	成熟稳定
脱水作业	浮选金精矿浆经管道输送至浓密机浓缩，溢流水经三级沉淀池沉淀后随尾矿排入尾矿库，底流经软管泵输送至陶瓷过滤机过滤，得到产品金精矿。	成熟稳定
环保提金剂喷淋浸出作业	氧化矿直接运至堆浸场筑堆，筑堆完成后进行矿堆的松堆与平整工作，然后铺设喷淋管道、配制环保提金剂溶液进行喷淋，喷淋液经过矿堆对矿石中的金元素进行浸出，浸出液（称贵液）以自流的方式进入贵液池。贵液池中的贵液通过自流方式进入六级静态吸附塔，活性炭对贵液中的黄金进行吸附，吸附之后液体称为贫液（含金量少的溶液），贫液进入贫液池补加环保提金剂后输送至堆浸场喷淋（循环使用），吸附塔中活性炭吸附一定的金属量后（成为载金碳）运至解吸车间。	成熟稳定
解吸电解作业	配制一定浓度解吸液（酒精与氢氧化钠溶液），载金炭导入解吸柱在高温高压（采用锅炉蒸汽加热保温）下解吸，解吸后的贵液进入电解槽进行电解，电解后液体中的金吸附到阴极上成为固体金泥，解吸后的炭（金品位低的活性炭）送入酸洗罐中酸洗中和后再返回静态吸附塔循环使用。	成熟稳定

资料来源：四川黄金《首次公开发行股票招股说明书》，东兴证券研究所

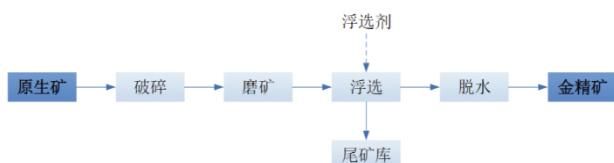
图7：金精矿产品示意图

图8：合质金产品示意图



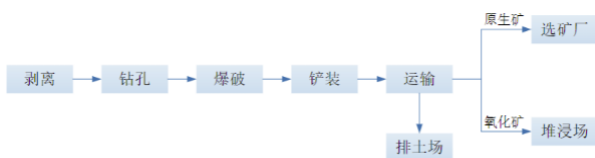
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图9：浮选工艺流程图

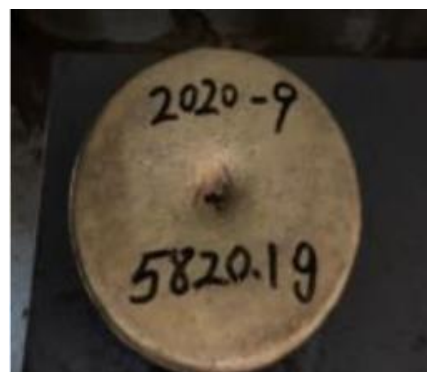


资料来源：四川黄金《首次公开发行股票招股说明书》，东兴证券研究所

图11：露天开采工艺流程图



资料来源：四川黄金《首次公开发行股票招股说明书》，东兴证券研究所



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图10：喷淋浸出工艺流程图



资料来源：四川黄金《首次公开发行股票招股说明书》，东兴证券研究所

图12：地下开采工艺流程图



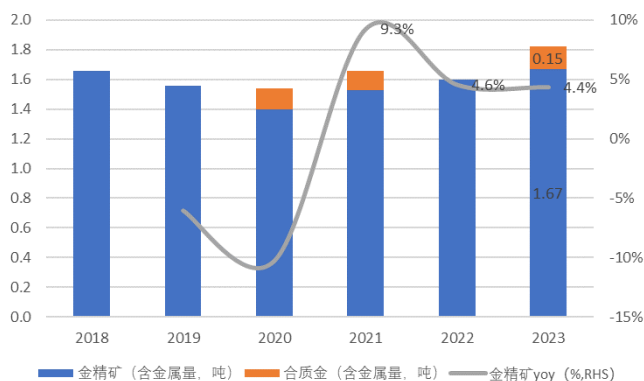
资料来源：四川黄金《首次公开发行股票招股说明书》，东兴证券研究所

2.2.2 金精矿产量稳定，且逐渐提升

公司金精矿产量稳定提升，年均产能利用率高达 107%。公司原生矿石选厂产能为 60 万吨/年，由于其对实际生产过程中随采出的低品位氧化矿、混合矿和副产矿收集、堆存并利用，因此实际利用矿石量超过证载规模。2018-2023 年间，公司原生矿石入选量 CAGR 为 2.7%，由 60.94 万吨升至 69.49 万吨，以 60 万吨/年的产能计算，年均产能利用率高达 107%。2021-2023 年间，金精矿（金金属量）产量 CAGR 为 4.5%，由 21 年的 1.53 吨升至 23 年的 1.67 吨，公司金精矿产量稳定提升。通过原生矿石入选量与实际黄金金属产出量计算，2021-2023 年间实际矿石品位分别为 2.36g/t、2.41g/t 和 2.40g/t，较为稳定。根据 24H1 半年报披露，公司金精矿销售量同比增长持续。

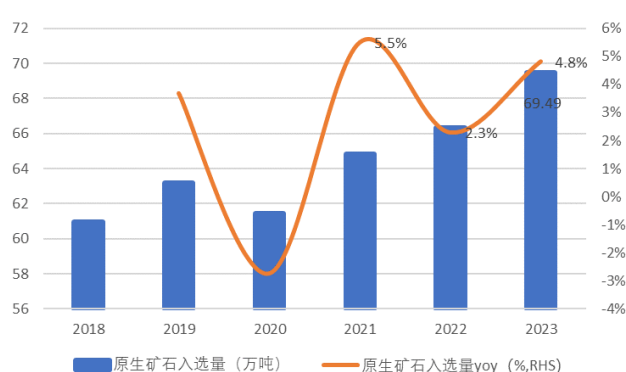
公司氧化矿开采完毕，合质金产量预期下行。目前梭罗沟矿区氧化矿资源已基本开采完毕，近几年合质金生产来自于公司对氧化矿和低品位矿的综合利用，因此合质金产量比重会持续下行。自 2020 年随采低品位氧化矿生产合质金生产以来，2020、2021 及 2023 年间均有合质金生产，但产量较低，平均占当年总金金属量 8%。23 年公司生产合质金（金属量）0.15 吨，毛利率为 18.33%，较金精矿（53.80%）低 35.47 个百分点。24 年 H1，公司未有合质金生产，预计后期合质金生产比重将维持低位，公司将以金精矿产品为主持续发展。

图13: 金精矿、合质金生产情况 (2018-2023)



资料来源: 四川黄金《首次公开发行股票招股说明书》, 公司年报, 东兴证券研究所

图14: 原生矿石入选量变化情况 (2018-2023)

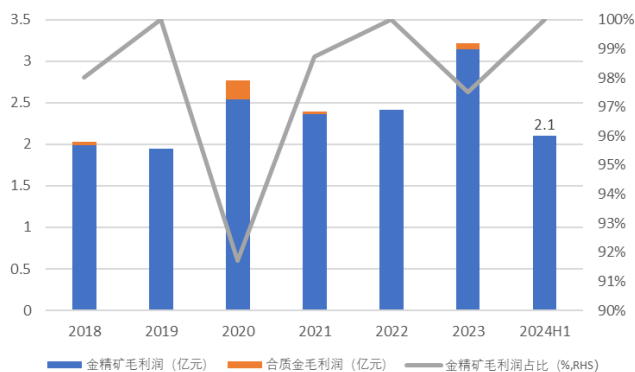


资料来源: 四川黄金《首次公开发行股票招股说明书》, 公司年报, 东兴证券研究所

2.2.3 金精矿毛利率稳定高于行业平均水平

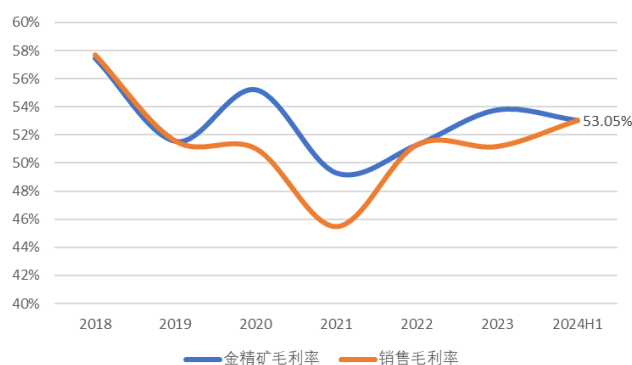
公司金精矿产品毛利率稳定高于行业平均水平。2018-2023 年间, 公司平均销售毛利率为 51.38%, 金精矿平均毛利率为 53.12%。24H1, 由于未有合质金生产, 公司销售毛利率与金精矿毛利率相同, 均为 53.05%。受益于公司的生产技术优势与成本控制能力, 公司金精矿产品毛利率在国内可比上市公司中持续高于平均水平。从单位成本角度观察, 得益于公司较高的黄金资源品位 (23 年: 3.37g/t) 和金精矿品位 (23 年: 55.6g/t), 公司 2023 年金精矿单位克金成本仅为 161.2 元/克, 为平均值 (201.2 元/克) 的 80%。从毛利率角度观察, 我们统计了七家黄金上市公司类似产品 2023 年的毛利率, 公司金精矿产品毛利率为 53.80%, 高出行业平均值 (49.20%) 4.6 个百分点。尽管公司露天开采进入残采期导致入选矿石品位下行, 但公司 24H1 金精矿产品毛利率仍稳定高于行业平均水平 (53.03%)。考虑到公司黄金产品销售策略的转变 (暂停销售毛利相对偏低的合质金产品), 叠加公司技改项目完成后的选矿技术提升, 我们预计公司金精矿产品毛利水平仍有稳定优化空间。

图15: 公司金精矿与合质金毛利润及金精矿毛利占比变化 (2018-2024H1)



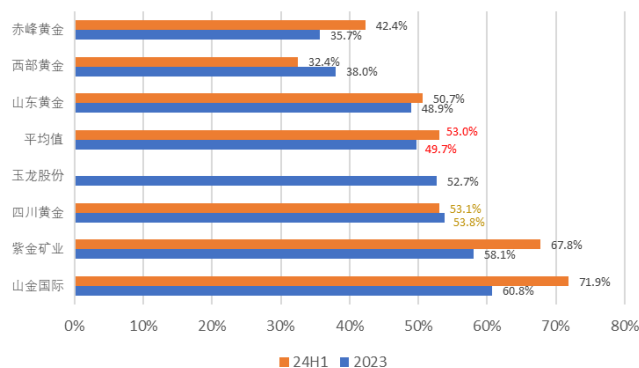
资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

图16: 公司金精矿毛利率及销售毛利率变化 (2018-2024H1)



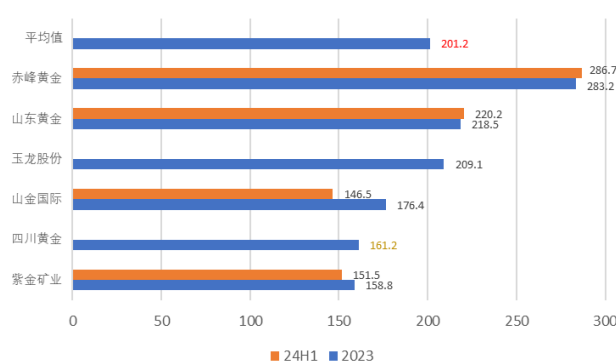
资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

图17：金精矿类似产品毛利率比较（2023-2024H1）



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

图18：金精矿类似产品单位成本比较（2023-2024H1）



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

表3：金精矿类似产品毛利率及单位成本比较

公司名称	产品名	报告日期	毛利率	单位成本（元/克）
山金国际	矿产金	23年年报	60.76%	176.4
		24年半年报	71.89%	146.5
紫金矿业	金精矿	23年年报	58.05%	158.8
		24年半年报	67.75%	151.5
四川黄金	金精矿	23年年报	53.80%	161.2
		24年半年报	53.05%	/
玉龙股份	黄金	23年年报	52.70%	209.1
山东黄金	自产金	23年年报	48.91%	218.5
		24年半年报	50.69%	220.2
西部黄金	金精矿	22年年报	37.99%	/
		24年半年报	32.43%	/
赤峰黄金	矿产金	23年年报	35.69%	283.2
		24年半年报	42.38%	286.7
平均值	/	23年年报	49.70%	201.2
		24年半年报	53.03%	201.2

注：西部黄金2023年子公司缴纳采矿权出让收益，毛利率为负，故选用2022年数据

资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

3. 财务数据比较优势明显，多项改扩建工程逐步推进

3.1 多项财务比率市场领先，期间费用率逐年降低

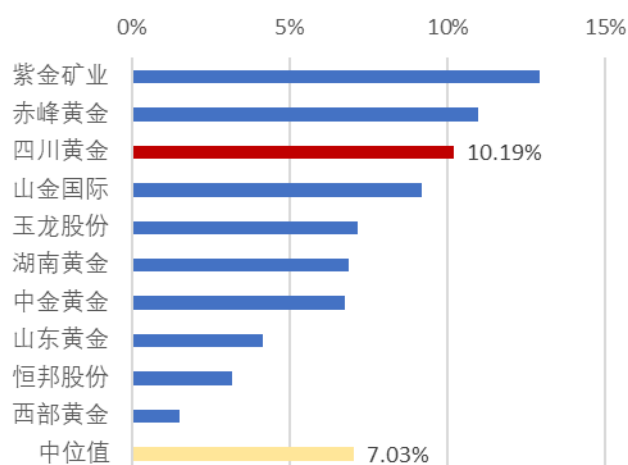
公司多项财务比率在市场处于领先地位。由于公司主营业务以高利润率的金精矿为主，整体盈利能力优异，且公司经营管理科学稳定，公司多项财务比率在A股黄金相关上市公司中优势明显。根据2024年半年报数

据统计，从回报能力观察，公司 ROE 为 10.19%，较中位值（7.03%）高出 3.17 个百分点；ROA 为 9.19%，较中位值（5.68%）高出 3.51 个百分点，显示出公司运营效率较高，回报能力具有可比优势。从盈利能力观察，公司比较优势更为明显：公司销售净利率为 35.58%，较中位值（9.88%）高出 25.71 个百分点；销售毛利率为 53.05%，较中位值（17.84%）高出 35.21 个百分点，反映出公司成本控制能力强，具备产品优势。从资本结构观察，公司资产负债率仅为 24.52%，较中位值（49.14%）低 24.62 个百分点，显示公司具有强持续扩张能力。

公司期间费用率逐年降低，显示降本增效成果。2019-2023 年间，公司期间费用率下降明显，由 19 年的 13.79% 下降至 23 年的 10.68%，下降了 3.11 个百分点。期间费用率下降主要由财务费用率下降贡献：财务费用率由 19 年的 5.03% 降至 23 年的 1.68%，下降了 3.35 个百分点，财务费用减少得益于期间矿业权收益金摊销利息减少以及新增募集资金利息收入冲抵。由于销售费用增速低于营收增速，销售费用率由 19 年的 0.45% 降至 23 年的 0.41%，下降了 0.04 个百分点；管理费用率由于员工薪酬持续增加，由 19 年的 8.31% 升至 23 年的 8.59%，上升了 0.28 个百分点。24H1，期间费用率持续优化至 8.44%，其中销售、管理和财务费用率分别降至 0.32%（宣传费用减少）、6.97%（职工薪酬增加，但增速低于营收增速）和 1.15%（矿业权收益金摊销利息减少），公司降本增效持续进行。

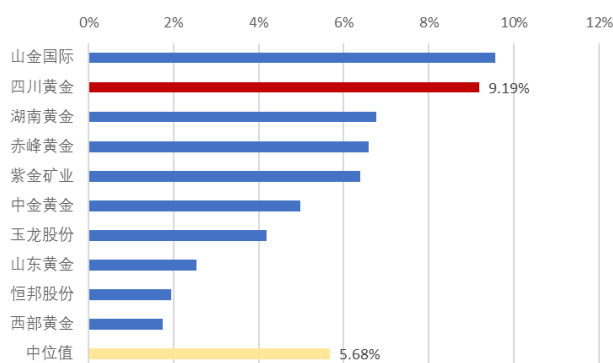
公司储量及产量较少，但权益储量/股本比值具备提升空间。公司整体资源储量及产量在 A 股/H 股黄金上市公司中体量较小，但综合考虑其权益储量与股本的比值有较大提升空间。目前，公司已备案采矿权下黄金金属权益储量为 29.8 吨，2023 年底总股本为 4.2 亿元，权益储量与股本比值为 7.1，即每亿元人民币股本对应黄金权益储量 7.1 吨。该数值在同行业有相关披露数据的公司中处于较低位置。但若考虑到公司已探明储量中未备案部分及采矿权未覆盖部分，公司未来权益储量可提升至 61.9 吨，相应比值则将升至 14.8，提升空间达 108%，且提升后将较其他相关上市公司具备一定领先地位，仅次于紫金矿业（43.6）与中国黄金国际（19.7）。

图19：A 股黄金相关上市公司 ROE 比较（2024H1）



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

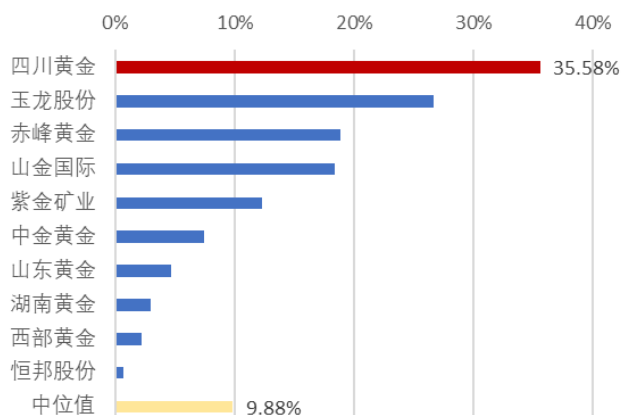
图20：A 股黄金相关上市公司 ROA 比较（2024H1）



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

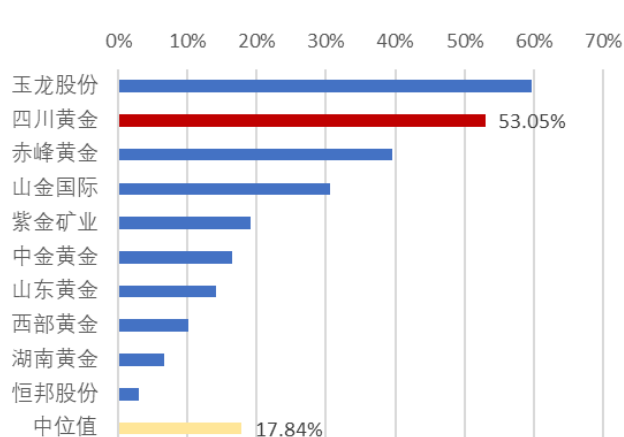
图21：A 股黄金相关上市公司销售净利率比较（2024H1）

图22：A 股黄金相关上市公司销售毛利率比较（2024H1）



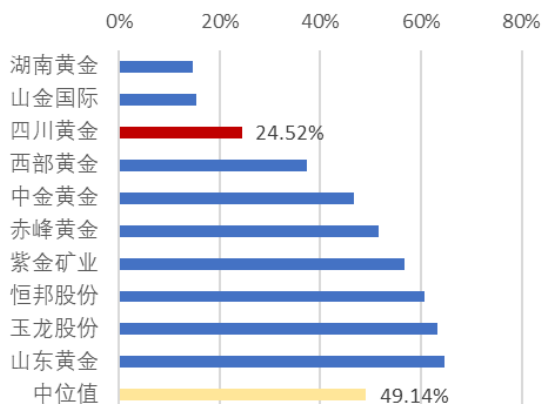
资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

图23: A股黄金相关上市公司资产负债率比较 (2024H1)



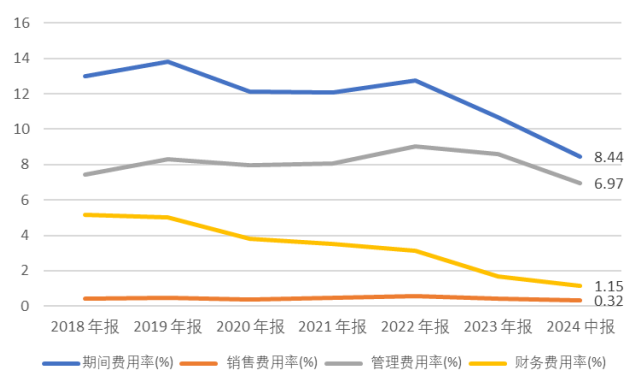
资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

图24: 公司期间费用率变化 (2018-2024H1)



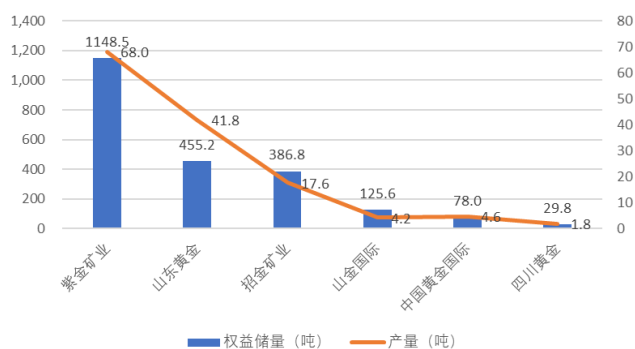
资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

图25: 黄金上市公司权益储量与产量对比 (2023)

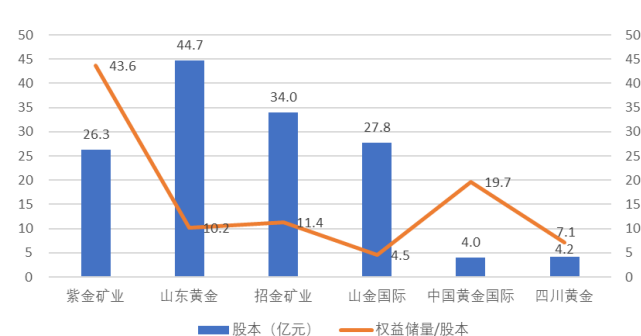


资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

图26: 黄金上市公司股本与权益储量/股本对比 (2023)



资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所



资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

3.2 资源勘查增储效果明显，改扩建推进实现降本增效

公司持续投入资源勘查，增储效果明显。自 A 股上市以来，公司拟投入 1.68 亿元募集资金用于查明梭罗沟金矿的成矿潜力及规模，截止 24H1 已投入 0.94 亿元，投资进度完成 56.2%。本轮资源勘查项目计划周期为七年，其中第 1-4 年主要实施现场勘探工作，第 5-7 年进行资料整理、报告编撰及储量核实、报批、登记等工作。2017-2023 年期间，公司对梭罗沟金矿的地质勘察已颇有成效，合计新增金金属储量 28.13 吨。若全部完成评审备案，将使当前采矿许可证范围内金金属储量提升 94.4%至 57.91 吨，实现储量翻倍，提升公司持续发展能力。若将梭罗沟-挖金沟矿区金属储量计算在内，公司当前合计已探明金属储量达 61.94 吨，较已备案金属量提升 108%，增储效果明显。

公司改扩建工程稳步推进，持续实现降本增效。公司上市募集资金亦计划帮助公司实现绿色及智慧化矿山建设，并且由露天开采平稳过渡地下开采，从而提高生产效率与安全生产能力。资金投入包括用于梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程建设、梭罗沟金矿绿色矿山建设及梭罗沟金矿智慧化矿山建设等；同时公司利用自有资金建设梭罗沟金矿地下开采工程、梭罗沟如米沟排土场排洪洞工程、木里容大备供 35KV 线路新建工程以及梭罗沟金矿矿石运输道路工程。当前各项工程同步进行，其中 2000t/d 选厂技改工程计划投入募集资金 0.33 亿元，截止 24H1 已投入 92.8%，预计将于 2025 年底完成建设并投入生产（目前项目已完成 37.9%）。该项目将对梭罗沟金矿选厂进行技术改造，包括破碎、磨矿、浮选等生产环节的设备更新和工艺优化，磨矿车间改造及储矿仓新建以及供排水、供配电等配套设施建设。项目完成后可进一步提高浮选回收作业率，预计可使公司年均销售收入增加 810.31 万元，约占 23 年营业收入 1.3%。同时，回收率的提升或对公司毛利率进一步优化，实现降本增效作用。

表4：公司重大非股权投资情况（据 2024 半年报）

项目名称	本报告期投入金额（万元）	截至报告期末累计实际投入金额（万元）	资金来源	项目进度
梭罗沟金矿地下开采工程	587.5	47242.4	自有资金	98.1%
梭罗沟如米沟排土场排洪洞工程	72.5	3289.9	自有资金	90.4%
梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程	328.8	2419.9	募集资金	37.9%
木里容大备供 35KV 线路新建工程	0.2	1449.3	自有资金	18.2%
梭罗沟金矿矿石运输道路工程	124.6	1002.0	自有资金	59.6%
合计	1113.7	55403.5	--	--

资料来源：公司半年报，东兴证券研究所

表5：公司募集资金使用情况（据 2024 半年报）

承诺投资项目和超募资金投向	募集资金承诺投资总额（万元）	本报告期投入金额（万元）	截至期末累计投入金额（万元）	截至期末投资进度
梭罗沟金矿矿区资源勘查	16751.3	541.8	9412.6	56.2%
梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程建设	3281.8	487.6	3044.7	92.8%
梭罗沟金矿绿色矿山建设	6848.2	397.7	2502.2	36.5%
梭罗沟金矿智慧化矿山建设	5188.1	106.8	932.5	18.0%
偿还银行贷款及补充流动资金项目	6953.3	0.0	5000.0	71.9%
合计	39022.7	1533.8	20892.0	--

资料来源：公司半年报，东兴证券研究所

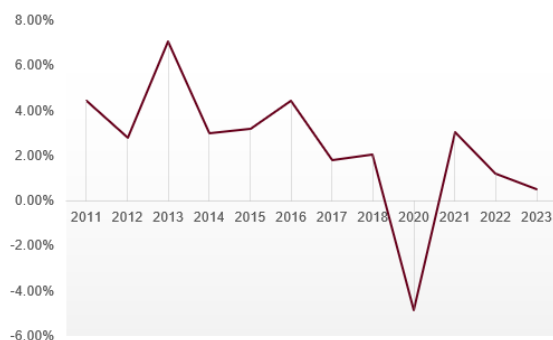
4. 黄金供需：已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，供需基本面将决定黄金定价的底部中枢

黄金市场的定价逻辑已经发生质变。传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。2013 年矿产金供给增速高点过后显现趋势性下滑，至 2020 年受疫情影响该数据已出现近 5% 的收缩。2011-2016 年均产量增速+4.16%，但 2017-2022 年均产量增速仅为 0.67%，2023 年全球矿产金实际产量增速仅有 0.53%。从十年供给维度观察，近十年全球矿产金年均产量仅维持在 3420 吨左右。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约 75%，显示全球黄金实际有效供给已经极为刚性。

全球回收金供应增速近十年未显有效增长。回收金增速变化与黄金价格变化基本一致，近十年回收金供给平均增速-2.7%，十年内增速最高值为 2016 年 15.3%，增速最低值为 2013 年-26.9%。近十年回收金年均产量约 1208 吨，近三年该数据为 1190 吨，显示回收金的全球供给亦相对刚性。

黄金生产成本已经出现结构性的上涨。地下开采生产成本的提高及矿石品位下滑导致矿产金生产成本的攀升（2022 年全球采金业平均综合维持成本 AISC+18%至 1276 美元/盎司，比 2012 年创出的原纪录高 14%），至 2023 全球黄金全部维持成本已升至 1358 美元/盎司（再创历史新高），该数据较 2017 年的 878 美元/盎司增长了 54.7%。考虑到全球能源成本及劳动力成本在近两年依然维持高企态势，预计黄金生产成本仍将维持高位，这意味着金价的成本支撑效应在定价中显现。

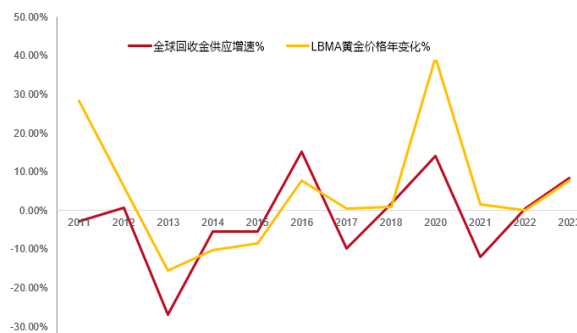
图25：全球矿产金供应增速已呈现趋势性下滑



资料来源：wind，世界黄金协会，东兴证券研究所

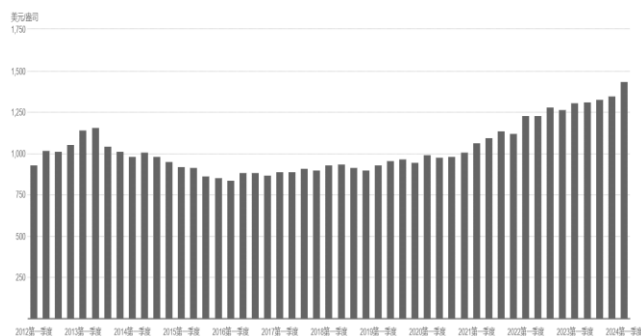
图27：全球黄金 AISC 生产成本已创历史新高近 1500 美元/盎司

图26：全球回收金供应增速近十年趋近于零

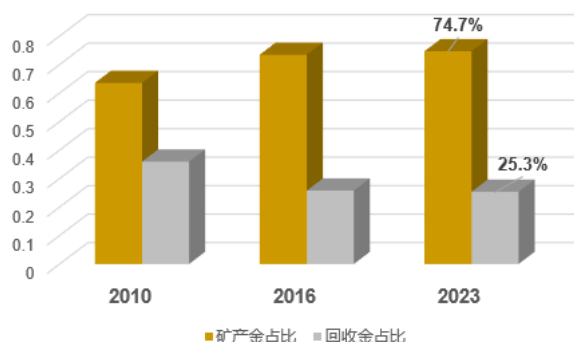


资料来源：wind，世界黄金协会，东兴证券研究所

图28：全球黄金供给比例



资料来源: Metals Focus, 世界黄金协会, 东兴证券研究所



资料来源: wind, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

表6: 全球黄金供应变化表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2020	2021	2022	2023
金矿产量	2,754.5	2,876.9	2,957.2	3,166.8	3,262.4	3,366.3	3,515.4	3,578.2	3,652.5	3,474.7	3,581.0	3,624.8	3,644.0
增速变化%		4.44%	2.79%	7.09%	3.02%	3.19%	4.43%	1.79%	2.08%	-4.87%	3.06%	1.22%	0.53%
回收金	1,671.1	1,626.1	1,637.1	1,197.0	1,131.5	1,069.6	1,232.7	1,111.4	1,132.2	1,292.3	1,136.2	1,141.0	1,237.3
增速变化%		-2.69%	0.68%	-26.88%	-5.48%	-5.47%	15.25%	-9.85%	1.87%	14.14%	-12.08%	0.42%	8.44%
总供应量	4,316.7	4,525.5	4,549.0	4,335.9	4,498.8	4,448.8	4,785.8	4,664.0	4,772.3	4,721.1	4,717.0	4,768.0	4,881.0
增速变化%		4.84%	0.52%	-4.69%	3.76%	-1.11%	7.57%	-2.54%	2.32%	-1.07%	-0.09%	1.08%	2.37%

资料来源: Metals Focus, Refinitiv GFMS, 世界黄金协会, 东兴证券研究所东兴证券研究所

全球黄金年均消费量约 4350 吨, 总需求自 2020 年疫情后持续性复苏, 并于 2023 年刷新历史最高记录。近十年全球黄金年消费维持稳定, 尽管 2020 年受疫情影响消费明显回落, 但 21 年至今整体消费状态持续性复苏。尤其是 21Q4, 全球黄金需求同比增幅近 50% 并创十个季度来最高水平, 而至 2022, 黄金需求在经历印度上调黄金消费税及全球利率成本持续攀升下创出近 11 年最高 (+18% 至 4741 吨); 2023 全年包括场外交易和库存流量 (450 吨) 在内的黄金总需求持续上升达到 4,899 吨, 创下历史最高纪录。

全球前 5 大黄金消费国占总需求比重超 70%, 中国与印度对全球黄金消费贡献度占比极高。中国是全球最大黄金消费国, 年均黄金消费量约 1000 吨 (占全球 30%), 而印度年黄金消费约 790 吨 (24%) 排名第二。此外美国 (约 266 吨, 8.1%)、德国 (约 172 吨, 5.2%) 及土耳其 (95.4 吨, 2.9%) 亦位列全球前五大黄金消费国。

黄金消费结构性变化显示, 央行及 ETF 消费增速近十年增长明显。珠宝首饰占全球黄金消费比重 55% 以上, 近 10 年消费累计增幅约 5.9%, 消费状态整体稳定上升。金条金币和科技消费十年内显现下滑, 但央行购金及黄金 ETFs 消费规模近几年增长较快, 黄金消费开始显现新的结构性变化。

黄金消费的韧性体现: 央行购金行为自 2018 年下旬开始进行并呈持续性放大。22 年全球央行购金量已达 1136 吨, 创历史新高; 而至 2023 年, 央行购金规模再度超过 1000 吨至 1037 吨, 全球央行黄金储备总量升至 3.6321 万吨 (至 2024 年 9 月)。中国央行连续 18 个月持续购买黄金 (累计 +316 吨), 中国官方黄金储备为 2,264 吨, 占外汇储备总额的 4.9%, 但较全球平均 18.9% 的水平仍有较大增长空间。考虑到全球货币体系的变化以及高通胀背景下地缘政治不稳定性的攀升, 央行购金行为将呈现系统性、趋势性及持续性, 这将对黄金消费的韧性予以支撑。

黄金消费的弹性: 黄金实物持仓 ETF 诞生于 2003 年, 至 2025M1 该产品累计黄金持有量至 3253.4 吨, 当前全球已有超过 100 只黄金实物持仓产品, 考虑到 2022 年以来受利率及汇率市场变动导致持有黄金机会成本的攀升, 预计随着利率环境的常态化回归 (2022M4-2024M5 由 3898 吨降至 3072.5 吨, -21.2%), 全球

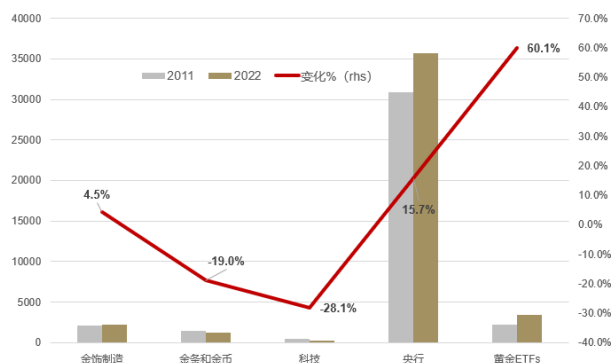
黄金实物持仓 ETF 的年增长量或有望恢复至 2016-2020 年的平均水平 (约增长 451 吨/年)。这意味着近两年其对全球黄金需求的负贡献将被逐渐平滑, 而利率市场回归常态化后将推动黄金需求曲线进一步右移。

图29: 全球黄金总需求在经历 2020 年疫情冲击后开始修复



资料来源: Wind, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图30: 黄金消费趋势显示央行购金及黄金 ETF 增速较快



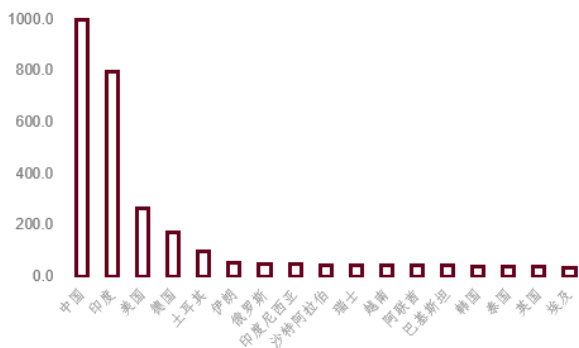
资料来源: Wind, 世界黄金协会东兴证券研究所

表7: 全球黄金需求变化表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2020	2021	2022	2023
金饰制造	2044.9	2096.4	2140.9	2735.3	2544.4	2479.2	2018.8	2257.5	2284.6	1327.4	2230.6	2189.8	2168.0
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	302.8	330.2	308.5	297.8
投资	1596.5	1769.0	1592.3	793.2	932.2	978.8	1655.1	1309.6	1173.3	1274.9	1001.9	1106.8	945.1
金条和金币总需求量	1204.3	1501.9	1322.2	1729.6	1066.5	1091.4	1073.1	1043.9	1090.3	899.6	1190.9	1217.1	1189.5
金条	921.2	1189.5	1023.1	1357.3	780.4	790.2	797.2	779.7	775.4	579.2	810.8	790.9	775.9
官方金币	195.9	228.3	187.5	270.9	205.5	225.2	208.2	188.1	241.9	220.7	295.2	334.8	297.1
奖章/仿制金币	87.2	84.2	111.7	101.4	80.7	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	84.8	91.4	116.5
黄金ETFs及类似产品	392.2	267.1	270.1	-936.4	-134.3	-112.6	582.0	265.7	83.0	874.0	-189.0	-110.4	-244.4
各国央行和其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	255.0	450.1	1135.7	1037.4
总需求	4181.2	4775.3	4684.7	4513.7	4426.1	4369.3	4391.7	4278.2	4449.0	3658.8	4012.8	4740.7	4898.8

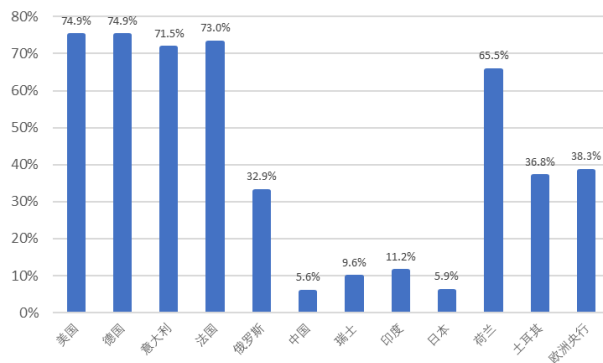
资料来源: Metals Focus, Refinitiv GFMS, 世界黄金协会, 东兴证券研究所东兴证券研究所

图31: 全球黄金年需求量超过 30 吨的国家共 17 个



资料来源: wind, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图32: 黄金在不同国家的外汇储备占比 (至 2024M12)



资料来源: 国际货币基金组织, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图33: 美元在全球央行的储备比例已降至 57.39% (至 24Q3)

图34: 黄金在全球央行总储备比例已升至 18.9% (至 24Q3)



资料来源: IMF, 东兴证券研究所

图35: 黄金实物持仓 ETF 总量至 25M1 为 3253.4 吨

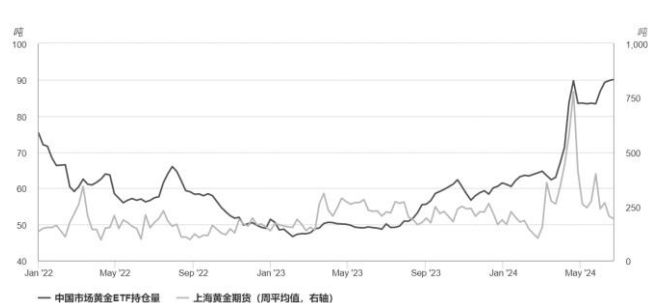


资料来源: 世界黄金协会, 东兴证券研究所



资料来源: 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

图36: 中国市场黄金 ETF 持仓量与金价变量



资料来源: 国际货币基金组织, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1 关键假设及营收预测

- 由于公司氧化矿已基本开采完毕, 预计2024-2026年间公司将不再生产合质金产品, 或生产量较少对营收影响较低;
- 预计公司2025年起公司将部分转入地下开采;
- 预计2025年底公司2000t/d选厂技改工程将完成建设并投产, 浮选作业回收率预期上行, 因此将带动公司金精矿(含金属量)产量于2024-2026年间分别达到1.69吨/1.73吨/1.79吨;
- 受益于黄金供需结构的优化以及其避险溢价、汇率平价、流动性溢价及通胀平价要素的持续发酵, 预计2025-2026年间黄金均价分别为637.85元/克和707.26元/克, 同比分别提升14.4%和10.9%

预计2024-2026年, 公司实现营业收入分别为9.42/11.04/12.64亿元, 综合毛利率分别为56%/57.2%/58.5%。

表8: 产量假设

品类	单位	2023	2024E	2025E	2026E
----	----	------	-------	-------	-------

金精矿	吨	1.67	1.69	1.73	1.79
-----	---	------	------	------	------

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表9：主营收入及毛利率预测

	单位	2024E	2025E	2026E
营业收入	亿元			
金精矿		9.42	11.04	12.64
营业成本	亿元			
金精矿		4.15	4.72	5.24
毛利	亿元			
金精矿		5.28	6.31	7.39
毛利率	%			
金精矿		56.00%	57.20%	58.50%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6. 投资评级

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 9.42/11.04/12.64 亿元，归母净利润分别为 3.43/4.16/4.92 亿元，对应 EPS 为 0.82/0.99/1.17 元/股，对应 PE 分别为 27.39X/22.56X/19.08X。考虑到公司黄金资源持续增储，金精矿毛利率行业领先，回收率提升带动产量增长，叠加黄金资产在进入全球资本配置新周期下价格呈现的强韧性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

7. 风险提示

金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

附表：公司盈利预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	436	776	1248	1526	1989	营业收入	472	629	942	1104	1264
货币资金	288	630	1072	1347	1769	营业成本	230	307	415	472	524
应收账款	0	0	15	9	15	营业税金及附加	20	20	29	34	39
其他应收款	1	2	3	3	4	营业费用	3	3	4	4	5
预付款项	3	14	20	31	42	管理费用	43	54	83	96	111
存货	101	81	145	145	172	财务费用	15	11	9	7	6
其他流动资产	3	0	-7	-10	-14	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	922	1076	1064	934	888	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	12.30	6.90	0.00	0.00	0.00
固定资产	175	162	356	420	422	营业利润	235	241	403	489	579
无形资产	247	230	207	187	168	营业外收入	0.00	7.53	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	37	31	145	88	116	营业外支出	1.06	0.31	0.00	0.00	0.00
资产总计	1358	1852	2312	2460	2877	利润总额	234	249	403	489	579
流动负债合计	161	227	526	383	432	所得税	35	38	60	73	87
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	199	211	343	416	492
应付账款	57	80	104	120	132	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	0	1	2	3	归属母公司净利润	199	211	343	416	492
一年内到期的非流动负债	1	44	62	62	62	EBITDA	286	284	473	570	659
非流动负债合计	357	268	156	156	156	EPS (元)	0.55	0.51	0.82	0.99	1.17
长期借款	25	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	518	495	682	539	589	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-10.16%	33.13%	49.81%	17.14%	14.50%
实收资本 (或股本)	360	420	420	420	420	营业利润增长	28.18%	2.86%	66.98%	21.42%	18.22%
资本公积	115	445	445	445	445	归属于母公司净利润增长	29.53%	6.16%	62.43%	21.42%	18.22%
未分配利润	330	436	633	822	1074	获利能力					
归属母公司股东权益合计	840	1357	1630	1921	2288	毛利率 (%)	51.31%	51.19%	56.00%	57.20%	58.50%
负债和所有者权益	1358	1852	2312	2460	2877	净利率 (%)	42.05%	33.53%	36.36%	37.69%	38.91%
现金流量表						总资产净利润 (%)	14.63%	11.39%	14.82%	16.91%	17.09%
				单位:百万元		ROE (%)	23.65%	15.54%	21.02%	21.66%	21.49%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
经营活动现金流	383	306	614	351	580	资产负债率 (%)	38%	27%	29%	22%	20%
净利润	199	211	343	416	492	流动比率	2.71	3.42	2.38	3.98	4.60
折旧摊销	37	32	61	73	74	速动比率	2.09	3.06	2.10	3.60	4.20
财务费用	15	11	9	7	6	营运能力					
应收账款减少	0	0	-15	6	-6	总资产周转率	0.37	0.39	0.45	0.46	0.47
预收账款增加	0	0	1	1	1	应收账款周转率	8	0	125	92	105
投资活动现金流	-229	-228	1	57	-28	应付账款周转率	8.15	9.20	10.28	9.88	10.05
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.51	0.82	0.99	1.17
投资收益	12	7	0	0	0	每股净现金流 (最新摊薄)	0.37	0.86	1.05	0.66	1.00
筹资活动现金流	-18	283	-172	-133	-130	每股净资产 (最新摊薄)	2.33	3.23	3.88	4.57	5.45
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	-25	0	0	0	P/E	40.62	43.80	27.39	22.56	19.08
普通股增加	0	60	0	0	0	P/B	9.57	6.91	5.76	4.89	4.10
资本公积增加	0	330	0	0	0	EV/EBITDA	27.20	30.93	17.70	14.22	11.65
现金净增加额	135	362	442	275	422						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526