灵宝黄金（03330.HK）

黄金新星，立足中原放眼全球

公司经营管理持续向好，2024 年业绩开始大幅释放；公司资源丰富且禀赋高，增储和增产潜力大；公司远景目标宏大且清晰，并将目光投向海外。

- **大股东入主后公司经营管理持续向好。**公司 2002 年成立，原控股股东为灵宝市国资委，2016 年完成非流通股份转让，达仁集团成为第一大股东，持股 24%，自地方国有控股公司改制为混合所有制企业。大股东入主至今公司主要迎来以下积极变化：1）2018 年剥离灵宝华鑫铜箔有限责任公司，大幅降低债务规模及资产负债率，上市公司专注于黄金采选冶；2）大股东增持，成为控股股东，2023 年公司向大股东定向增发 3.19 亿股 H 股，当时持股比例增至 42.7%；3）2020 年至今公司经营持续向好，矿山金产销量稳步提升，成本有效控制，业绩逐渐释放；4）大幅提升管理层薪酬，公司执行董事整体 2017 年平均薪酬为 18.0 万元/年，2023 年已提升至 115.9 万元，年均复合增长率达 36%。
- **资源丰富且禀赋高，增储潜力大。**截至 2023 年底公司国内外总黄金储备及资源约 137.40 吨，平均品位高达 5.44g/t，其中国内约 103.5 吨，以河南、新疆、内蒙古为主，海外（吉国）约 34.0 吨。公司旗下桐柏县老湾金矿储量丰富，具备非常大增储潜力，2011-2019 年老湾金矿整装勘查区已完工钻孔 166 个，进尺 11.58 万米，见矿率达 94%，提交金资源量 208 吨。同时公司放眼全球，实施“走出去战略”，2024 上半年成立海外事业部聚焦海外优质资源。
- **黄金产销稳中有进，发展潜力未来可期。**2018 年至 2023 年，公司自产矿山金产量由 1.7 吨增至 5.5 吨，随着子矿山产能扩建，未来有望持续增长。矿山金成本近年较为平稳且处行业较低水平，2020-2024H1 公司矿产金完全成本（不含税）分别为 331/314/298/347/345 元/克。
- **首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。**预计 2024-2026 公司归母净利润分别为 6.6/10.3/15.1 亿元，对应 PE 分别为 9.5/6.0/4.1 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**贵金属价格下行、矿山安全事故性风险、投产项目进度不达预期、地缘政治风险、汇率波动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	10135	10535	11685	14222	15522
同比增长	89%	4%	11%	22%	9%
营业利润(百万元)	449	590	1032	1515	2137
同比增长	49%	31%	75%	47%	41%
归母净利润(百万元)	240	318	656	1029	1514
同比增长	85%	32%	106%	57%	47%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.53	0.83	1.22
PE	18.0	13.6	9.5	6.0	4.1
PB	2.1	1.6	2.0	1.6	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（首次）

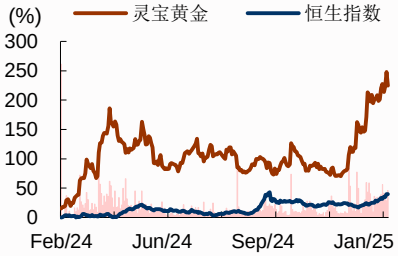
周期/金属及材料
当前股价：5.43 港元

基础数据

总股本（百万股）	124348
已上市流通股（百万	106208
总市值（十亿元）	64
流通市值（十亿元）	55
每股净资产（MRQ）	2.6
ROE（TTM）	11.6
资产负债率	66.9%
主要股东	深圳杰思伟业控股股份有限
主要股东持股比例	40.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	28	61	237
相对表现	12	31	199



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
赖如川 S1090523060003
lairuchuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、 立足中原辐射全国，专注发展黄金采选 4
1、历史沿革：起于河南，发于全国，放眼全球....4
2、股权结构：发挥混合所有制优势，专注矿石探采销售 5
3、经营指标持续向好，盈利水平不断提高 5
二、 矿产资源禀赋优异，国内国外两手齐抓 8
1、六大矿山主力支撑，矿产资源储量丰富 8
2、黄金产销稳中有进，发展潜力未来可期 11
3、坚持降本增效，单位成本有效控制 13
三、 投资建议 14
四、 风险提示 15

图表目录

图 1: 公司历史沿革图 4
图 2：公司股权结构图 5
图 3: 公司净利润（亿元） 6
图 4: 公司持续经营净利润（亿元） 6
图 5: 公司各部门营业收入（亿元） 7
图 6: 公司各业务板块溢利总额（亿元） 7
图 7: 采矿分部来自中国境内利润（亿元） 7
图 8: 采矿分部来自吉国利润（亿元） 7
图 9: 公司执行董事平均报酬（万元） 7
图 10：公司国内外黄金资源分布（吨） 8
图 11：公司国内黄金资源量（吨） 8
图 12：公司国外黄金资源量（吨） 8
图 13: 河南桐柏老湾矿区地质略图 11
图 14: 公司采矿分部各产品产量 12
图 15: 公司采矿分部各产品销量 12
图 16: 公司冶炼分部金锭产销量 12
图 17: 公司冶炼分部银产销量 12

图 18: 公司冶炼分部铜制品产销量.....12
图 19: 公司冶炼分部硫酸产销量.....12
图 20: 公司矿山金单位收入和金价（元/克）.....13
图 21: 公司矿山金单位成本（元/克）.....13

表 1: 公司黄金资源情况.....9
表 2: 公司主要经营数据预测.....14
附: 财务预测表.....16

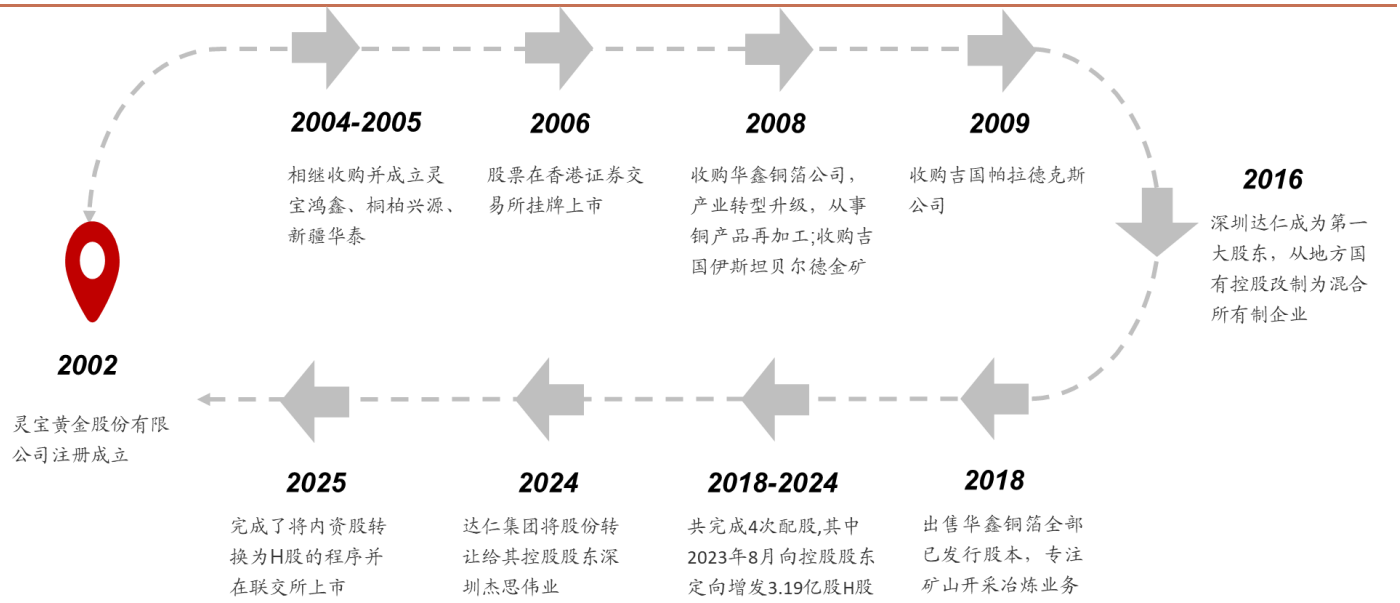
一、立足中原辐射全国，专注发展黄金采选

1、历史沿革：起于河南，发于全国，放眼全球

灵宝黄金股份有限公司成立于 2002 年 9 月 27 日，由河南省人民政府批准，在原灵宝市枪马金矿、崟鑫矿业公司、黄金冶炼厂基础上组建而成，属地方国有控股股份制企业。

- 截至 2005 年底，公司陆续收购并成立了灵宝鸿鑫公司、黄金资源桐柏兴源公司和新疆华泰公司，逐步形成了一定的黄金采选规模。
- 2006 年 1 月 12 日，公司在香港联合交易所主板挂牌上市。
- 2008 年 3 月，公司收购华鑫铜箔公司，主要从事铜产品再加工业务，进行产业转型升级；同年公司收购吉尔吉斯斯坦的伊斯坦贝尔德金矿的开采权。
- 2009 年公司收购吉尔吉斯斯坦的帕拉德克斯有限责任公司，控制两个探矿权，为进一步在吉国发展奠定基础。
- 2016 年 12 月 22 日，公司股东灵宝市国资公司与深圳达仁资管集团完成非流通股份转让，深圳达仁集团成为公司第一大股东，持股比例 24%，公司从地方国有控股公司改制为混合所有制企业。
- 2018 年公司以 25.58 亿元出售灵宝华鑫铜箔有限责任公司全部已发行股本，大幅降低债务规模及资产负债率，专注于矿山开采及冶炼业务。
- 2018-2024 年期间，灵宝黄金共完成 4 次配股。2023 年 8 月 18 日完成向达仁实业发展（香港）有限公司（达仁集团全资附属公司）定向增发 3.19 亿股 H 股，达仁集团成为公司控股股东。
- 2025 年 1 月，公司完成了将内资股转换为 H 股的程序并在联交所上市。

图 1：公司历史沿革图

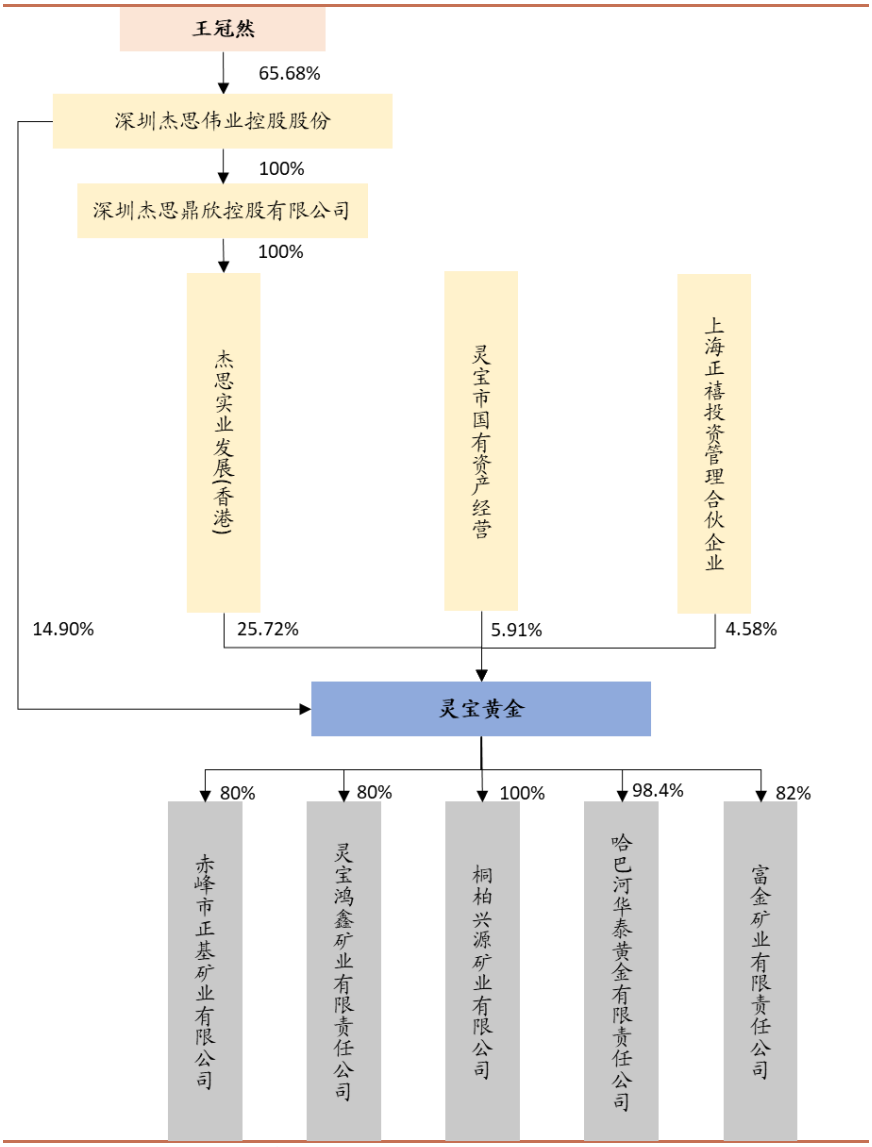


资料来源：公司公告、招商证券

2、股权结构：发挥混合所有制优势，专注矿石探采销售

截至 2024 年 6 月 30 日，公司实际控制人为王冠然。杰思实业发展(香港)有限公司为公司第一大股东，持有公司 25.72%股份，深圳杰思伟业控股股份有限公司为公司第二大股东，持有公司 14.90%股份，均由王冠然控制，合计持有公司股权 40.62%；灵宝市国有资产经营有限责任公司持有公司 5.91%股份；上海正禧投资管理合伙企业持有公司 4.58%股份。公司共拥有 24 家附属公司，主要从事矿石勘探和销售业务，包括灵宝鸿鑫矿业有限责任公司、桐柏兴源矿业有限公司、赤峰市正基矿业有限公司、哈巴河华泰黄金有限责任公司、富金矿业有限责任公司等。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

3、经营指标持续向好，盈利水平不断提高

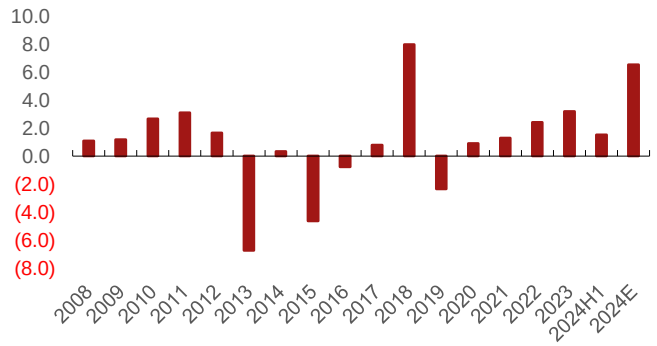
公司从事黄金开采、冶炼和精炼等业务，其中采矿业务主要包括销售金精粉及合质金，冶炼业务主要为综合回收金、银、铜及硫酸产品，冶炼厂位于河南省。主营业务涉及黄金及其伴生元素的勘探、采选、冶炼、精炼、网上交易等生产

经营领域，主营产品包括黄金、白银、铜产品及硫酸。

2024 年预计创历史最好业绩。公司历史业绩波动较大，其中 2013/2015/2018/2019 年持续经营业务遭受较大亏损。2020 年至今公司业务稳中向好，24H1 实现净利润 1.53 亿元，旗下生产矿山首次实现全面盈利，公司发布 2024 年业绩预告，预计全年归母净利润 6.17-7.06 亿元，同比增幅达 110%-140%，业绩释放进入加速期。

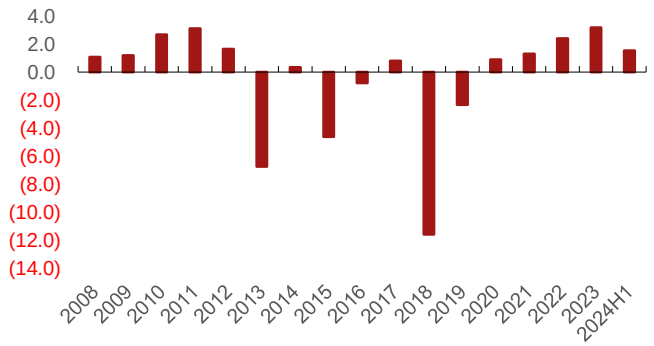
- 2013 年和 2018 年亏损均为冶炼分部大额亏损所致：2013 年主要因冶炼厂在黄金价格暴跌前购买了部分原材料所致；2018 年公司出售华鑫铜箔全部已发行股本录得盈利 16.7 亿元，但黄金采选冶业务大幅亏损，尤其冶炼分部业绩遭受重创，亏损总额约达 7.06 亿元人民币，主要原因有 1）营运资金短缺，无法购入足量金精粉以维持冶炼厂高使用率，且因维修及环保设备升级，冶炼厂暂停冶炼生产约一个月，2）受安全及环保核查影响，部分金精粉供应商在年内停止生产或减产，陷入财务困境，既难以供应原材料，又无法偿还公司预付的采购按金，公司计提 6.57 亿元坏账准备。
- 2015 年公司亏损 4.6 亿元，主要因金价下跌导致毛利率下滑，以及对部分应收账款以及固定资产计提减值合计约 2.9 亿元。
- 2019 年公司亏损 2.3 亿元，主要因外部监管政策收紧导致部分矿山停工，以及减值亏损 1.15 亿元。

图 3：公司净利润（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

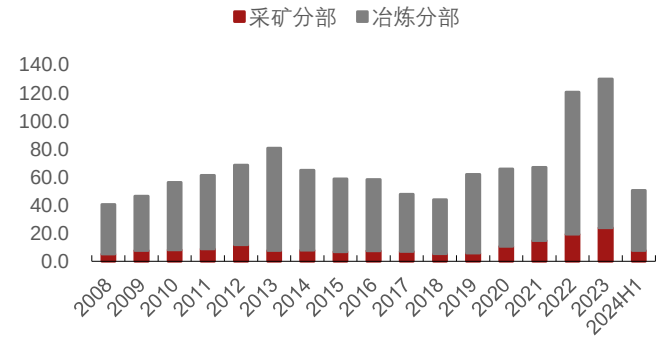
图 4：公司持续经营净利润（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

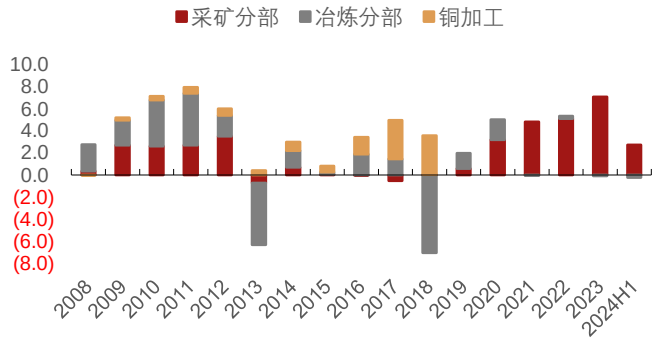
冶炼贡献主要营收，采矿贡献主要利润。营收上看，2024H1 公司冶炼分部实现营业收入 42.9 亿元，采矿分部实现营业收入 7.8 亿元；利润上看，公司利润主要由采矿分部贡献，2024H1 采矿分部实现溢利总额 2.7 亿元，冶炼分部仍维持小幅亏损，实现溢利总额-0.24 亿元。

图 5：公司各部门营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

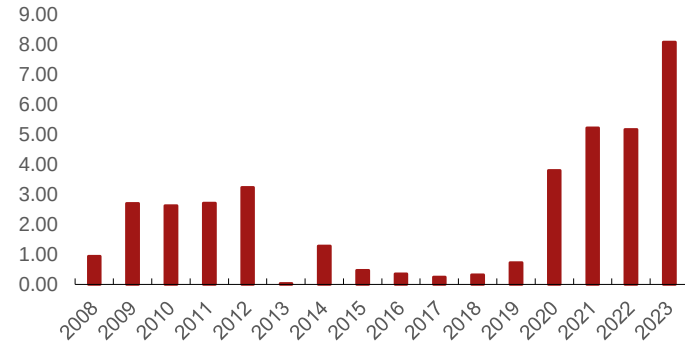
图 6：公司各业务板块溢利总额（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

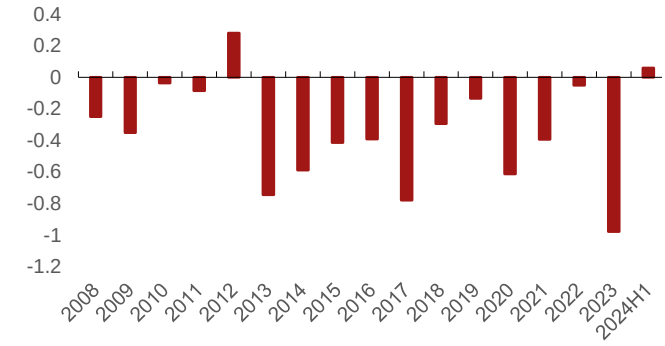
国内采矿贡献主要利润，吉国采矿扭亏为盈。公司于吉国的采矿业务长期处于亏损状态，2023 年亏损约 1.0 亿元， 2024 H1 实现扭亏为盈，小幅盈利 590 万。

图 7：采矿分部来自中国境内利润（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

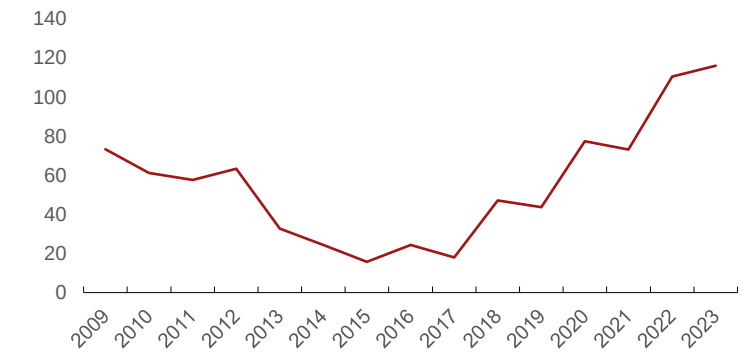
图 8：采矿分部来自吉国利润（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

管理层薪酬增长与业绩增长形成良性共振。根据公司披露的高管薪酬数据，自 2017 年当前大股东入主以来，随着近年公司经营业绩向好，核心管理层薪酬水平持续提升。公司执行董事整体 2017 年平均薪酬为 18.0 万元/年，2023 年已提升至 115.9 万元，年均复合增长率达 36%，同期公司净利润从 2017 年 0.80 亿元增至 2023 年 3.18 亿元，年均复合增速 26%。

图 9：公司执行董事平均报酬（万元）



资料来源：公司公告、招商证券

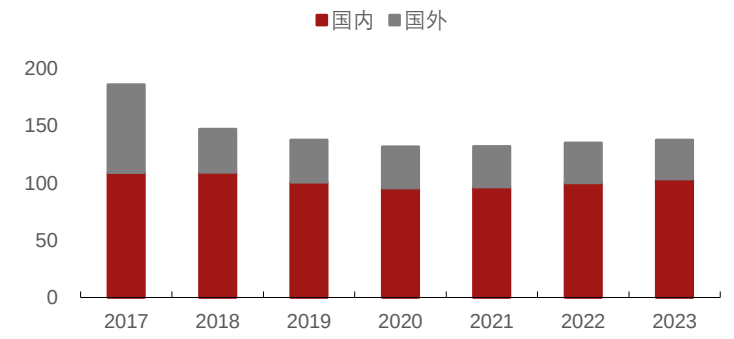
二、矿产资源禀赋优异，国内国外两手齐抓

1、六大矿山主力支撑，矿产资源储量丰富

目前，公司在境内河南、新疆、内蒙古、甘肃、江西等省区和境外的吉尔吉斯斯坦建立的生产、资源基地，形成了灵宝南山、灵宝鸿鑫、桐柏兴源、哈巴河华泰、赤峰金蟾、吉国富金等六大主力矿山基地。截至 2024H1，公司拥有 37 个采矿权及勘探权，总探采面积达 217.88 平方公里。

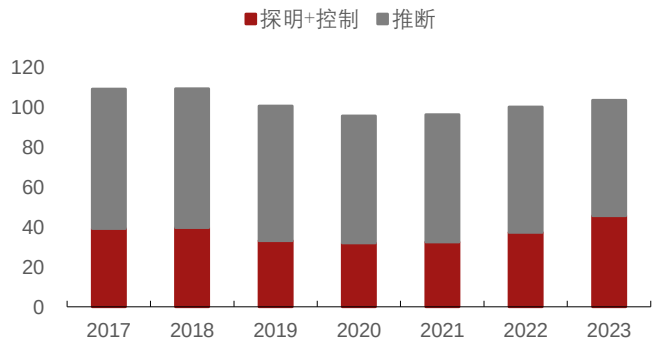
公司黄金资源丰富且禀赋高。截至 2023 年底，**公司国内外总黄金储备及资源约 137.40 吨，平均品位高达 5.44g/t，**其中拥有国内金金属量共 103.45 吨，其中探明和控制金金属量为 45.68 吨，推断金属量为 57.77 吨；拥有国外（吉国）金金属量共 33.95 吨，其中探明和控制金金属量为 6.14 吨，推断金属量为 27.82 吨。2018 年公司国外金金属量出现了下降，原因在于 2018 年公司出售了帕拉德克斯有限责任公司 70% 的股权，减少了约 39 吨资源量。

图 10：公司国内外黄金资源分布（吨）



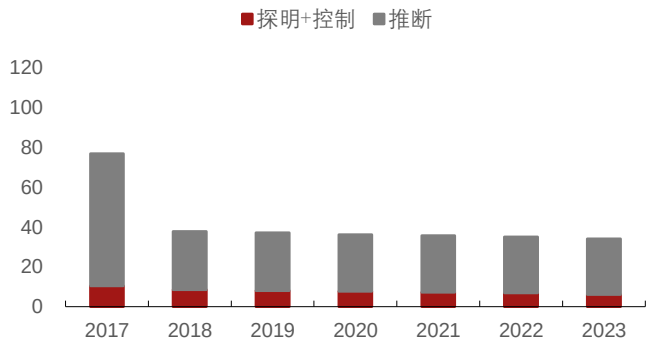
资料来源：公司公告、招商证券

图 11：公司国内黄金资源量（吨）



资料来源：公司公告、招商证券

图 12：公司国外黄金资源量（吨）



资料来源：公司公告、招商证券

公司拥有 20 个主要矿产项目，覆盖河南、新疆、内蒙古等多个国内区域及吉尔吉斯斯坦国外区域。截至 2023 年 12 月 31 日，公司矿产项目具体情况如下所示。

表 1：公司黄金资源情况

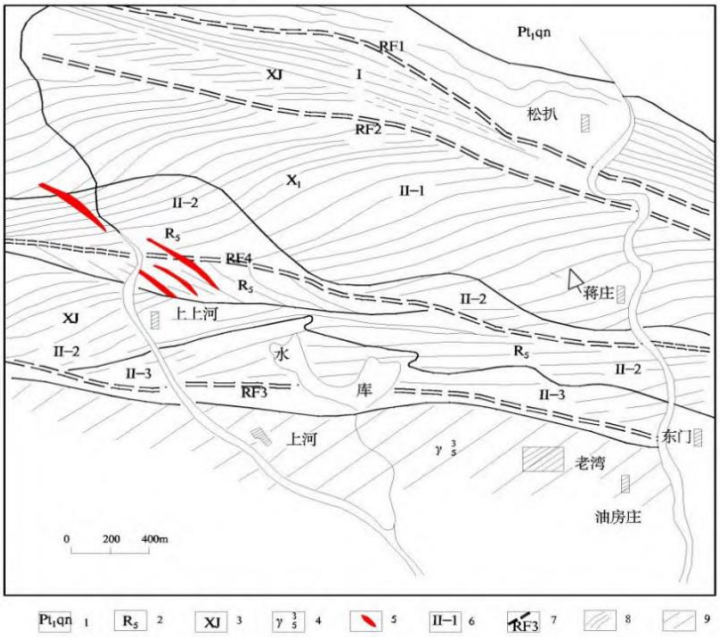
序号	矿山(项目)名称	类型	矿石量(万吨)	品位(g/t)	金属量(吨)
1	河南灵金一矿	探明+控制	242.05	5.43	15.02
		推断	336.35	5.33	18.18
		小计	578.41	5.37	33.21
2	河南红土岭金矿	探明+控制	11.69	4.79	0.56
		推断	11.31	4.75	0.54
		小计	23.00	4.77	1.10
3	河南鸿鑫一矿	探明+控制	11.30	4.41	0.50
		推断	3.61	3.88	0.14
		小计	14.91	4.29	0.64
4	河南灵金二矿	探明+控制	69.11	7.44	5.14
		推断	36.49	7.42	2.71
		小计	105.60	7.43	7.85
5	河南灵金三矿	探明+控制	12.64	5.60	0.71
		推断	13.14	4.62	0.61
		小计	25.77	5.10	1.32
6	河南桐柏老湾金矿区（彭家老庄矿段）	探明+控制	10.28	4.50	0.46
		推断	53.27	4.69	2.50
		小计	63.55	4.66	2.96
7	河南桐柏老湾金矿区（上上河矿段）	探明+控制	33.69	4.56	1.57
		推断	30.67	4.80	1.50
		小计	64.36	4.67	3.06
8	河南桐柏老湾金矿区（上上河外围矿段）	探明+控制	86.60	5.80	5.12
		推断	283.78	4.87	13.88
		小计	370.38	5.04	19.00
9	河南桐柏老湾金矿区（老湾矿段）	探明+控制	13.81	4.32	0.60
		推断	11.65	3.42	0.40
		小计	25.47	3.91	1.00
10	河南桐柏老湾金矿区（老湾东矿段）	探明+控制	76.96	6.40	5.37
		推断	18.38	7.05	1.41
		小计	95.33	6.60	6.78
11	新疆多拉纳萨依金矿	探明+控制	319.04	4.22	6.93
		推断	162.77	4.63	3.70
		小计	481.81	4.53	10.62
12	新疆多拉纳萨依金矿深部	探明+控制	0.00		0.00
		推断	0.00		0.00
		小计	0.00		0.00
13	新疆多拉纳萨依金矿外围	探明+控制	0.00		0.00
		推断	12.98	5.18	0.67
		小计	12.98	5.18	0.67
14	新疆托库孜巴依金矿	探明+控制	12.94	4.70	0.61
		推断	11.63	8.13	0.90
		小计	24.57	6.32	1.51
15	新疆托库孜巴依金矿深部	探明+控制	2.18	4.76	0.10
		推断	31.89	4.90	1.56
		小计	34.07	4.89	1.67
16	内蒙金蟾山金矿	探明+控制	57.59	5.13	3.00
		推断	29.99	5.04	1.51
		小计	87.59	5.10	4.51
17	内蒙水泉沟金矿	探明+控制	0.00		0.00
		推断	74.61	10.13	7.56
		小计	74.61	10.13	7.56

序号	矿山(项目)名称	类型	矿石量(万吨)	品位(g/t)	金属量(吨)
18	吉国伊士坦贝尔德金矿上部	探明+控制	57.62	8.92	5.26
		推断	153.87	6.63	10.21
		小计	211.48	7.31	15.47
19	吉国伊士坦贝尔德金矿东部矿区	探明+控制	10.11	7.96	0.81
		推断	156.04	6.64	10.36
		小计	166.14	6.72	11.16
20	吉国伊士坦贝尔德金矿	探明+控制	0.62	10.92	0.07
		推断	63.08	11.49	7.25
		小计	63.70	11.49	7.32
	合计	探明+控制	1,028.22	5.04	51.82
		推断	1,495.53	5.72	85.58
		合计	2,523.74	5.44	137.40

资料来源：公司公告、招商证券

河南省桐柏县老湾金矿储量丰富，有望成为未来业绩增长的强大助力。老湾金矿是河南省最大独立金矿床，规模位列全国第四。2010 年起河南省国土资源厅大力支持整装勘查，开启该矿第四次勘察序幕，先后探查到该矿新增各类金属量数百吨，**其中仅十三五期间新探明金 208 吨、银 246 吨、铅 685 吨以上，潜在经济价值及未来发展前景斐然。**2010 年，集团子公司桐柏兴源矿业公司完成老湾金矿的技术改造工程，该矿纳入公司主要采矿权项目；2011—2019 年，老湾金矿整装勘查区已完工钻孔 166 个，进尺 11.58 万米，见矿率达 94%，提交金资源量 208 吨，是河南省历史上最大的独立金矿床；2022 年，老湾金矿经 80 多个钻孔验证，控制了 10 余层金矿体，将老湾金矿带的金矿成矿空间拓展到花岗岩体之下，极大的拓展了找矿空间经成矿预测，如按上上河矿段的成矿深度和已提交的资源量类比，**老湾金矿深部成矿潜力巨大，预测金资源量可达 500 吨以上。**2022 年 6 月，公司和河南省有色地矿局第三地质大队达成合作，举办“桐柏老湾金矿区”勘查项目合作签约仪式，双方全力推进项目开展、高效服务矿产企业，为今后公司发展提供优质资源支撑。截止 2023 年底公司控制的老湾金矿共拥有探明和控制矿石量 221.33 万吨，金属量 13.11 吨，平均品位 5.92g/t；推断矿石量 397.75 万吨，金属量 19.69 吨，平均品位 4.95g/t。

图 13：河南桐柏老湾矿区地质略图



1-元古界秦岭群；2-二云石英片岩；3-斜长角闪片岩；4-花岗岩；5-脉状金矿体；6-岩片编号；7-主应变带及编号；8-叶理迹；9-劈理

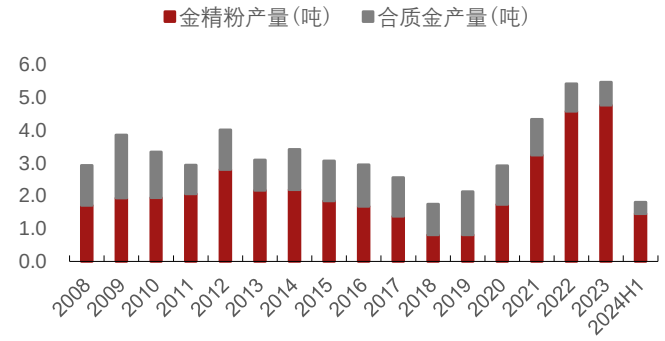
资料来源：《河南省老湾金矿韧性剪切带特征及成矿机制探讨》陈忠诚、招商证券

公司内生外延并重，未来增储可期。内生方面，2024 上半年公司持续加大重点矿山企业开发投入力度，累计投入 9500 万元用于资源勘探、安全环保、科技创新、新技术应用推广工作；**公司制定南山分公司主力生产基地灵金一矿为期三年的勘察计划，计划三年内投入勘察资金 2 亿元；**同时公司放眼全球，坚定不移实施“走出去战略”，**2024 上半年公司成立海外事业部，**全面负责境外项目收集筛选、初步考察、中介选聘、现场尽调、商务谈判、签约交割全流程工作，海外事业部已组织团队前往南太平洋、南部非洲等地区开展项目现场尽调和考察 7 次。

2、黄金产销稳中有进，发展潜力未来可期

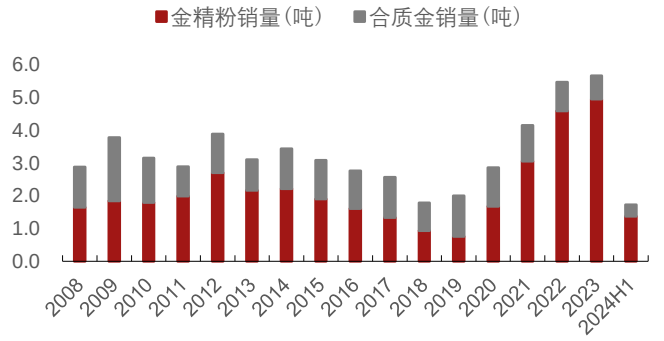
采矿分部整体黄金产销近年稳中有进。公司采矿业务主要产品包括金精粉及合质金，大部分金精粉及合质金均销售于集团的冶炼厂作为集团内公司间的销售。2012 年起金价受全球经济形势影响在低位波动，同时相关部门严格进行安全环保核查，黄金整体开采量逐年下降，2018 年达到近十年最低值，其中金精粉产量为 0.81 吨，销量为 0.93 吨，合质金产量为 0.93 吨，销量为 0.85 吨。近年来公司着重优化矿山单位生产系统，提高人员组织能力，进一步释放生产潜力，黄金产量有所回升，经营情况稳步持续向好，2023 年金精粉产量为 4.77 吨，销量为 4.96 吨，合质金产量为 0.71 吨，销量为 0.71 吨；2024H1 金精粉产量为 1.46 吨，销量为 1.38 吨，合质金产量为 0.35 吨，销量为 0.34 吨，合计产量 1.8 吨，同比-1.1 吨，主要因南山分公司及兴源公司受河南省统一监管要求影响，产量同比下降。

图 14：公司采矿分部各产品产量



资料来源：公司公告、招商证券

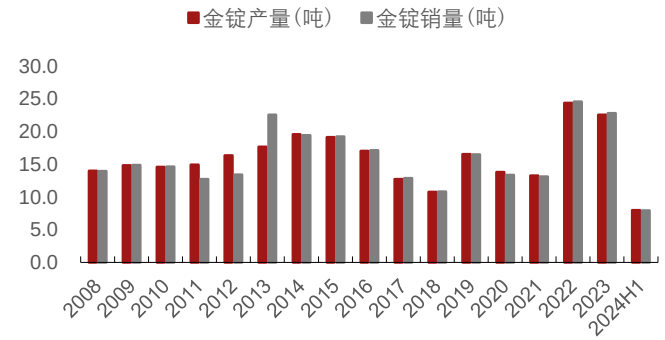
图 15：公司采矿分部各产品销量



资料来源：公司公告、招商证券

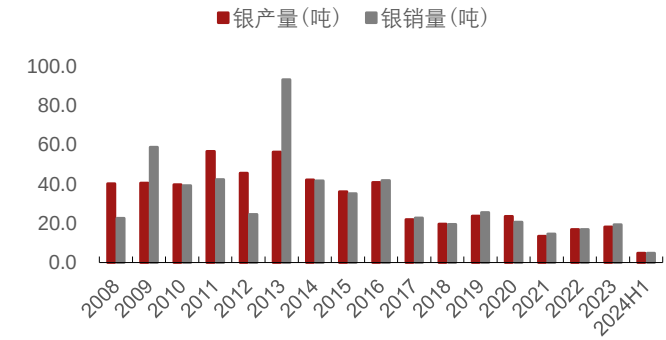
冶炼分部多元发展，以黄金为主，铜银硫酸辅助基本持稳。公司冶炼业务主要产品包括金、银、铜及硫酸产品。其中金锭为分部主要盈利产品，可通过金精粉或外购合质金加工。近年来公司致力于提高现有资金使用效率，增加各类金锭质量，提高经营效益，2023 年度生产金锭约 22.56 吨，同比-7.35%；2024 年上半年生产金锭 7.95 吨。此外，银、铜、硫酸及相关制品为冶炼副产品，在公司整体营收占比较小，近年来其产销量逐渐下降，其中 2023 年，银产销量分别为 18.1 吨和 19.2 吨，铜制品产销量分别为 0.34 万吨和 0.37 万吨，硫酸产销量分别为 11.42 万吨和 11.87 万吨；2024 年上半年，银产销量分别为 4.79 吨和 4.86 吨，铜制品产销量分别为 0.08 万吨和 0.08 万吨，硫酸产销量分别为 5.32 万吨和 5.16 万吨。

图 16：公司冶炼分部金锭产销量



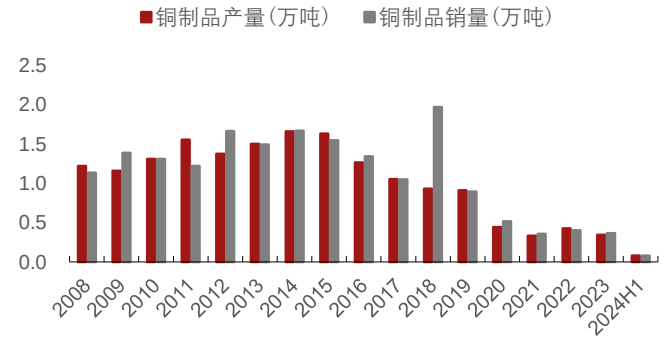
资料来源：公司公告、招商证券

图 17：公司冶炼分部银产销量



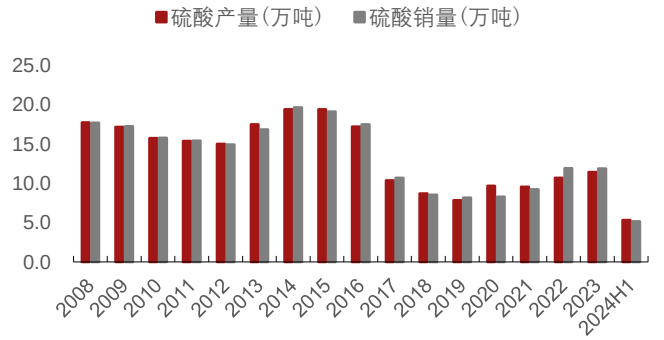
资料来源：公司公告、招商证券

图 18：公司冶炼分部铜制品产销量



资料来源：公司公告、招商证券

图 19：公司冶炼分部硫酸产销量



资料来源：公司公告、招商证券

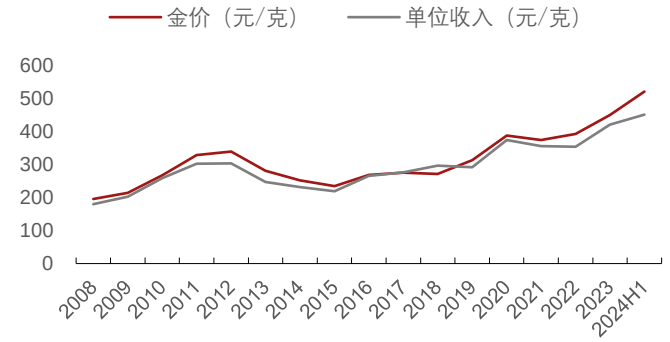
子矿山产能提升，助力公司“33355”战略目标。根据中国黄金报的报道，公司制定“33355”战略规划，到 2030 年实现年产黄金 30 吨、净利润 30 亿元，进入行业国内一流排名前五名，国际知名排名前 50 名。**子矿山方面，1）**华泰公司、南山分公司每月单面掘进距离分别从 50m、80m 均提升至 150m；**2）**通过浮选机改造项目，兴源公司选矿回收率提升至 92.8%；**3）**通过生产组织及管理优化，富金公司 24H1 掘进工程施工完成 7139.19m，矿石产量创历史新高；**4）**南山分公司龙头沟尾矿库新建项目环评公示，龙头沟尾矿库初期坝采用辗轧堆石坝，设计初期坝高 24 米，堆积坝坝高 74 米，总坝高 98 米，总库容约 896.92 万 m³，根据灵宝南山分公司公众号消息，公司 2025 年将重点抓好白桦选厂项目和龙头沟尾矿库建设，计划 3 月份完成报告编制及施工单位招标，土建施工工期 100 天，预计 6 月 10 日完工，7 月底前完成设备安装调试投入运行。

3、坚持降本增效，单位成本有效控制

公司降本增效成果显著，单位成本基本平稳。按公司全口径，矿山金单位完全成本前期波动较大，近年较为平稳且处行业较低水平，2020-2024H1 公司矿产金完全成本（不含税）分别为 331/314/298/347/345 元/克。

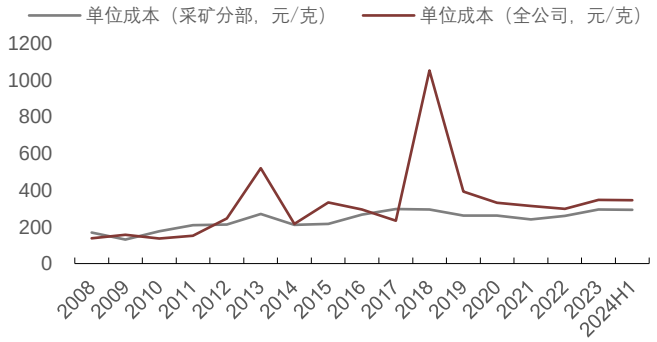
公司矿山开采智能化步伐稳步推进，数智化转型提升效率。2024 年公司引入矿山 MES 系统，打通矿山计划、采、调、选、存以及销售等各业务流程，显著提高了矿石的入选品位和废石的抛废率。此外，公司在南阳桐柏兴源公司率先采用了矿石智能分选技术，提高了选矿效率并降低了生产成本。该系统通过 X 射线照射、机体视觉检测技术等人工智能技术，实现矿石和废石智能分选，投用后提高了入选品位 0.2 克，废石抛废率 13.76%。

图 20：公司矿山金单位收入和金价（元/克）



资料来源：wind、招商证券

图 21：公司矿山金单位成本（元/克）



资料来源：wind、招商证券

三、投资建议

采矿分部矿山金产销量：考虑到公司现有子矿山产能提升，预计 2024-2026 年矿山金产销量分别为 5/6/8 吨；

冶炼分部：产销量预计整体保持平稳，预计 2024-2026 年金锭产销量分别为 20.5/21.5/23.5 吨、银产销量维持在 10 吨、铜制品维持在 0.2 万吨、硫酸维持在 10 万吨；

金价：2024 年上海金交所黄金现货均价为 557 元/克，2025 年至今均价为 648 元/克，最新价超 680 元/克，考虑到在全球贸易摩擦、地缘政治不确定性、全球央行持续购金、美国再通胀风险的背景下，黄金中枢有望继续抬升，我们以 650 元/克作为 2025-2026 年均价基准假设；

毛利率：随着矿山金业务占比提升，预计整体毛利率水平逐年提升，2024-2026 年预计分别达到 12.6%/16.0%/19.6%。

预计 2024-2026 公司归母净利润分别为 6.6/10.3/15.1 亿元，对应 PE 分别为 9.5/6.0/4.1 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

表 2：公司主要经营数据预测

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量					
采矿分部（吨、金精粉&合质金）	5.4	5.5	5.0	6.0	8.0
冶炼分部：					
金锭（吨）	24.4	22.6	20.5	21.5	23.5
银（吨）	16.8	18.1	10.0	10.0	10.0
铜制品（万吨）	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
硫酸（万吨）	10.7	11.4	10.0	11.0	11.0
销量					
采矿分部（吨、金精粉&合质金）	5.5	5.7	5.0	6.0	8.0
冶炼分部：					
金锭（吨）	24.6	22.8	20.5	21.5	23.5
银（吨）	16.9	19.2	10.0	10.0	10.0
铜制品（万吨）	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
硫酸（万吨）	11.9	11.9	10.0	11.0	11.0
毛利率	7.8%	9.2%	12.6%	16.0%	19.6%
净利润（亿元）	**2.4**	**3.2**	**6.6**	**10.3**	**15.1**

资料来源：公司公告、招商证券

四、风险提示

1、贵金属价格下行

公司主营产品为黄金，黄金价格将大幅影响公司利润。若美联储降息不及预期，或避险情绪消退等，都将对贵金属价格形成较大压力，从而对公司盈利造成较大负面影响。

2、矿山安全事故性风险

作为矿产资源开发上游企业，企业性质决定了存在安全性事故风险。若发生安全生产事故，将会对公司生产、经营及公司声誉造成较大影响。

3、投产项目进度不达预期

公司多个规划或在建项目具有较大不确定性，若投产进度和经营情况等不及预期，将影响公司未来盈利。

4、地缘政治风险

地缘政治会对海外项目建设进度造成较大影响

5、汇率波动风险

公司拥有海外矿山，汇率波动会影响公司损益

附：财务预测表

资产负债表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3260	2965	3132	3719	4527
现金	173	257	200	200	773
交易性投资	0	3	3	3	3
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	172	237	262	320	349
其它应收款	208	177	196	239	261
存货	1281	1591	1694	2012	2110
其他	1426	700	776	945	1031
非流动资产	3644	3872	4076	4255	4413
长期股权投资	31	5	5	5	5
固定资产	2119	2383	2587	2766	2924
无形资产商誉	1169	1150	1150	1150	1150
其他	326	334	334	334	334
资产总计	**6904**	**6836**	**7208**	**7974**	**8940**
流动负债	4498	3706	3695	3583	3271
短期借款	258	441	470	558	586
应付账款	70	39	39	39	39
预收账款	3572	2725	2656	2366	2000
其他	598	501	530	619	647
长期负债	507	693	693	693	693
长期借款	100	128	128	128	128
其他	407	565	565	565	565
负债合计	**5005**	**4400**	**4389**	**4276**	**3965**
股本	173	237	249	249	249
储备	1932	2425	2787	3652	4909
少数股东权益	(206)	(226)	(217)	(203)	(182)
归属于母公司所有者	2104	2662	3036	3901	5158
负债及权益合计	**6904**	**6836**	**7208**	**7974**	**8940**

利润表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	10135	10535	11685	14222	15522
主营收入	10126	10534	11653	14222	15522
营业成本	9341	9564	10187	12095	12686
毛利	785	970	1466	2127	2836
营业支出	344	381	466	612	699
营业利润	449	590	1032	1515	2137
利息支出	40	52	48	45	40
利息收入	30	27	23	20	49
权益性投资	(2)	(3)	0	0	0
其他非经营	(95)	(145)	(100)	(100)	(100)
非经常项目	(34)	1	(20)	0	0
除税前利润	307	418	887	1391	2046
所得税	76	124	222	348	512
少数股东损	(10)	(24)	9	14	20
归属普通股东净	240	318	656	1029	1514
EPS（元）	0.28	0.37	0.53	0.83	1.22

现金流量表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	554	467	916	1075	1784
净利润	240	318	656	1029	1514
折旧与摊销	299	276	292	317	339
营运资本变动	(245)	(348)	(166)	(410)	(181)
其他非现金调	260	221	134	139	112
投资活动现金流	(407)	(437)	(574)	(576)	(548)
资本性支出	(462)	(445)	(500)	(500)	(500)
出售固定资产	12	4	4	4	4
投资增减	9	3	0	0	0
其它	34	8	(77)	(80)	(51)
筹资活动现金流	(136)	53	(399)	(499)	(664)
债务增减	52	(850)	(69)	(290)	(366)
股本增减	0	250	12	0	0
股利支付	7	0	295	164	257
其它筹资	(181)	653	(48)	(45)	(40)
其它调整	(13)	(0)	(589)	(328)	(514)
现金净增加额	13	84	(57)	0	573

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	89%	4%	11%	22%	9%
营业利润	49%	31%	75%	47%	41%
净利润	85%	32%	106%	57%	47%
获利能力					
毛利率	7.7%	9.2%	12.5%	15.0%	18.3%
净利率	2.4%	3.0%	5.6%	7.2%	9.8%
ROE	11.4%	11.9%	21.6%	26.4%	29.4%
ROIC	5.2%	6.3%	12.8%	17.4%	22.0%
偿债能力					
资产负债率	72.5%	64.4%	60.9%	53.6%	44.3%
净负债比率	53.2%	41.7%	38.6%	31.3%	23.8%
流动比率	0.7	0.8	0.8	1.0	1.4
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7
营运能力					
资产周转率	1.5	1.5	1.6	1.8	1.7
存货周转率	6.7	6.7	6.2	6.5	6.2
应收帐款周转率	35.4	26.5	26.8	28.0	26.6
应付帐款周转率	28.4	27.3	22.3	23.5	22.2
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.37	0.53	0.83	1.22
每股经营现金	0.64	0.54	0.74	0.86	1.43
每股净资产	2.43	3.08	2.44	3.14	4.15
每股股利	0.00	0.34	0.13	0.21	0.30
估值比率					
PE	18.0	13.6	9.5	6.0	4.1
PB	2.1	1.6	2.0	1.6	1.2
EV/EBITDA	12.1	11.1	6.6	4.7	3.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。