

2025 年 03 月 19 日

投资评级： 增持（首次）

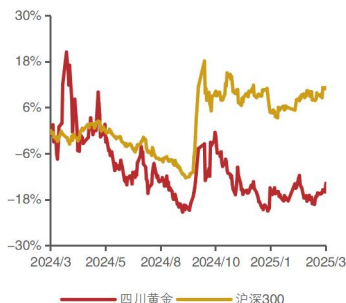
证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
陈婉婷
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

方皓
fanghao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 18 日

收盘价（元）	22.79
一年内最高/最低（元）	32.99/20.60
总市值（百万元）	9,571.80
流通市值（百万元）	6,573.91
总股本（百万股）	420.00
资产负债率（%）	27.58
每股净资产（元/股）	3.36

资料来源：聚源数据

四川黄金(001337.SZ)

——采矿+勘探双管齐下，区域黄金龙头行稳致远

投资要点：

- **区域黄金龙头，采矿+勘探同步开发下资源空间打开。**公司作为四川省地矿局旗下首家黄金上市公司，拥有四川省内最大在产黄金矿山——梭罗沟金矿的采矿权和梭罗-挖金沟的探矿权。同时，公司自成立以来采取**采矿+勘探同步开发策略**，持续对梭罗沟金矿进行挖潜，**探矿增储成效明显**，截至 2023 年 10 月实现保有金资源量 29.79 吨，2023 年实现年产金精矿金属量 1.67 吨。
- **经营业绩稳中向好，多项指标持续改善。**公司 2023 年实现营业收入 6.29 亿元（+33.13%），实现归母净利润 2.11 亿元（+6.16%）；2024 年前三季度实现营业收入 5.28 亿元（+5.77%），实现归母净利润 1.97 亿元（+25.38%），**业绩伴随主营产品矿产金量价齐升及企业降本增效实现稳步增长**。其中，金精矿业务连续多年营业收入及毛利润占比超过 90%，为公司主要收入利润来源。

报表端多项指标持续改善，公司行稳致远。利润表端，2024 年前三季度公司毛利率为 53.44%，净利率为 37.34%，指标较上年同期分别提升 5.84/6.41 个百分点；同期三项费用支出占营收比重达 9.39%，自 2022 年稳步降低，公司提质增效成果凸显。**资产负债表端**，2020-2024Q1-3 公司资产负债率持续下降，2024Q1-3 指标为 27.58%，显著低于行业平均水平；同时，公司经营性现金流表现稳健，2024Q1-3 经营活动现金流净额为 2.85 亿元，相较上年同期增长 12.68%。

- **“降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金价上行动能充足。**美国就业市场与经济运行趋势上持续放缓，但数据端存在扰动。降息周期时间窗口或被就业韧性和通胀扰动拉长，**黄金做多窗口期有望拉长**；同时，特朗普 2.0 竞选承诺预计将进一步导致美元信用降低和通胀上行，**有望推动金价进一步走高**；在此基础上，保护主义+大国博弈背景下，**央行增储将对金价形成强有力底部支撑**。
- **采矿+勘探同步开发下产能有望持续释放，地理+国资优势下公司资源储备有望持续扩张。**公司重点资本开支项目持续推进，**产能有望加速释放**。据公司公告披露，至 24H1 公司募投梭罗沟金矿矿区资源勘查投资进度达到 56.19%，2000t/d 选厂技改工程投资进度达到 92.78%；同时，金矿地下开采工程、矿石运输道路工程等重要在建工程完成进度均超过 50%。我们认为，**公司重点资本开支项目持续推进，有望持续提升公司产能及资源储量，公司产品放量可期**。

公司资源具备深厚底蕴及开采前景。公司所辖矿区梭罗-挖金沟金矿矿区**位于矿产资源丰富的甘孜-理塘构造带，其南段为川西高原重要有色金属、贵金属成矿构造带，近十年来该构造带上已发现十余个金矿床/矿点，具备较强的探矿增储潜力**。我们认为，得天独厚的地理位置有利于公司未来通过资源勘查充分发掘矿区资源，提高控制资源储量，增强可持续发展能力。

省属国资体系下公司资源获取可期。据公司公告披露，公司实控人四川省地矿局明确其主体及其下属单位四川省地矿局区调队、矿业集团体系范围内如涉及黄金类的

矿产资源在资源条件成熟时将优先置入上市公司及其控制的下属企业；同时，四川省地矿局及其下属单位四川省地矿局区调队还将在四川境内加大资源勘探的力度，逐步将已成熟、资源条件好且具有可开发价值的金矿资源注入上市公司，公司新资源获取可期。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 2.78/3.41/3.76 亿元，同比增速分别为 31.57%/22.85%/10.20%，当前股价对应 PE 分别为 34.49X/28.08X/25.48X。我们选取同行业 A 股相关龙头公司为可比公司，基于公司募投项目加速产能释放，资源储备有望持续扩张，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；单一矿山经营及矿山资源储备的风险；采矿成本上升风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	472	629	644	760	807
同比增长率（%）	-10.16%	33.13%	2.31%	18.14%	6.16%
归母净利润（百万元）	199	211	278	341	376
同比增长率（%）	29.53%	6.16%	31.57%	22.85%	10.20%
每股收益（元/股）	0.47	0.50	0.66	0.81	0.89
ROE（%）	23.65%	15.54%	18.54%	20.44%	20.23%
市盈率（P/E）	48.18	45.38	34.49	28.08	25.48

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 2.78/3.41/3.76 亿元，同比增速分别为 31.57%/22.85%/10.20%，当前股价对应 PE 分别为 34.49X/ 28.08X/25.48X。我们选取了同行业 A 股相关龙头公司为可比公司，基于公司募投项目加速产能释放，资源储备有望持续扩张，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

（1）金精矿：中性假设下 2024–2026 年预计公司金精矿单价分别为 2.36、2.57 和 2.57 万元/吨；销量分别为 3.0、3.16 和 3.16 万吨。

（2）合质金：2024–2026 年预计公司合质金单价分别为 534、582、582 元/克；销量分别为 0、0.10 和 0.10 吨。

投资逻辑要点

公司坐拥四川省内最大的在产黄金矿山——梭罗沟金矿的采矿权和梭罗–挖金沟的探矿权，作为实际控制人为四川省地矿局的省内首家黄金上市公司于 2023 年在深交所主板成功上市。募资以来，公司重点项目进展顺利：梭罗沟金矿地下开采工程进度已达到 98.07%；梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程募集资金投资进度达到 92.78%；梭罗沟金矿矿石运输道路工程进度已达到 59.55%；梭罗沟金矿矿区资源勘查投资进度达到 56.19%。勘察项目的持续投资或将增加公司储量和资源量，地下开采、运输、技改等项目的陆续完成有望提升公司运营效率，推动产能加速释放。公司资源所处地理位置优越，位于矿产资源丰富的甘孜–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，近十年来该构造带相继发现十余个金矿床和金矿点，探矿找矿潜力大，有利于未来增储扩产。省属国资体系实控人有助于公司获取地方政府的各项资金、政策和资产注入支持。

核心风险提示

金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；单一矿山经营及矿山资源储备的风险；采矿成本上升风险。

内容目录

1. 区域黄金龙头，采矿+勘探同步开发下资源空间打开	6
2. 经营业绩稳中向好，多项指标持续改善	8
3. “降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金价上行动能充足	11
3.1. 定价角度：多维度的黄金投资需求来自于天然的货币、金融和避险属性	11
3.2. 宏观角度：通胀逻辑持续兑现，金价上行动能充足	12
3.3. 供需角度：央行增储对金价形成强有力底部支撑	14
4. 募投项目加速产能释放，资源储备有望持续扩张	15
5. 盈利预测与评级	16
5.1. 盈利预测	16
5.2. 估值与评级	17
6. 风险提示	17

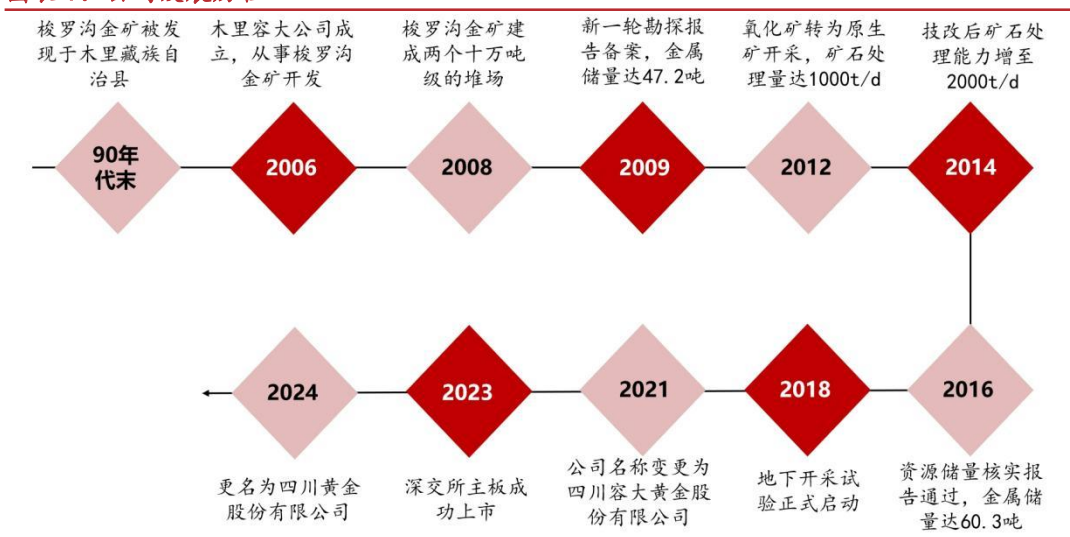
图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构图 (截至 2024 年 Q3)	7
图表 3: 公司矿权对应区域的地理位置示意图 (虚线区域为探矿权范围)	7
图表 4: 梭罗沟金矿区金矿的资源储量 (采矿权所属资源) (2016 年)	8
图表 5: 梭罗沟金矿区挖金沟矿段采矿权的资源储量 (2014 年)	8
图表 6: 2020-2024Q1-3 年公司营业收入	9
图表 7: 2020-2024Q1-3 年公司归母净利润	9
图表 8: 金精矿为公司营收主要来源	9
图表 9: 金精矿为公司毛利润主要来源	9
图表 10: 公司毛利率和净利率水平稳步提升	10
图表 11: 公司金精矿毛利率显著高于合质金	10
图表 12: 2024 年前三季度三项费用占比显著下降	10
图表 13: 公司资产负债率显著下降并优于同行	10
图表 14: 黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”	11
图表 15: 黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系	12
图表 16: 2025 年 2 月美国失业率为 4.1%	12
图表 17: 2024 年下半年新增非农就业人数有所提升	12
图表 18: 美国制造业 PMI 在 2024 年 10 月以来有所提升	13
图表 19: 2024 年 9 月以来美国通胀数据有所抬头	13
图表 20: 2024 年 12 月美联储预计在 2025 年将进行更少的降息	13
图表 21: CME 美联储利率观测器显示 3 月份美联储大概率按兵不动	13
图表 22: 若竞选承诺全部兑现, 美国公共债务水平占 GDP 的比重快速提升	14
图表 23: 全面加征关税显著提高美国进口商品价格指数	14
图表 24: 黄金供需平衡表显示全球央行连续 3 年增加黄金储备超 1000 吨	14
图表 25: 募集资金承诺项目情况	15
图表 26: 重要在建工程项目情况	15
图表 27: 甘孜-理塘构造带	16
图表 28: 公司分产品营收预测情况 (单位: 亿元)	17
图表 29: 可比公司估值表	17

1. 区域黄金龙头，采矿+勘探同步开发下资源空间打开

公司作为四川省地矿局旗下首家黄金上市公司，成立于 2006 年，并于 2023 年在深交所主板成功上市。业务层面，公司主营金矿采选及销售，主要产品涉及金精矿和合质金。资源禀赋方面，公司拥有四川省内最大在产黄金矿山——梭罗沟金矿的采矿权和梭罗-挖金沟的探矿权；同时，公司自成立以来持续对梭罗沟金矿进行挖潜，探矿增储成效明显，截至 2023 年 10 月实现保有金资源量 29.79 吨，2023 年实现年产金精矿金属量 1.67 吨。

图表 1：公司发展历程



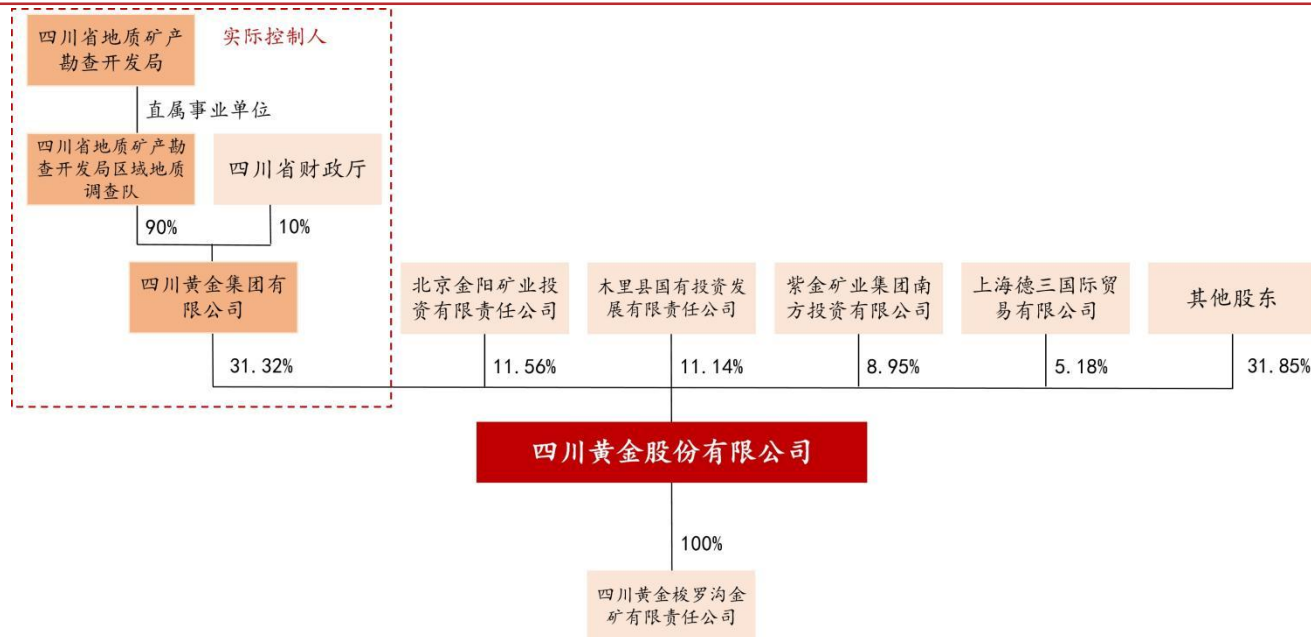
资料来源：公司官网、华源证券研究所

省属国资背景+产业股东资源驱动公司持续稳健发展。公司实际控制人及控股股东为四川省地质矿产勘查开发局，截至 2024 年三季报其通过四川省容大矿业集团（2025 年 1 月更名为四川黄金集团）控制公司 31.32%表决权股份。同时，公司前五大股东均具有矿产资源行业背景，具体看，

- 第二大股东—北京金阳（从事黄金及金属矿产资源勘查和开发及金融投资的民营企业集团）持有公司 11.56%的股份；
- 第三大股东—木里国投（木里县人民政府实控的资产经营管理和股权运营管理、矿产资源开采及利用公司）持有公司 11.14%的股份；
- 第四、五大股东为紫金南方（紫金矿业全资子公司）、上海德三（金属矿石、材料、金银制品销售公司），分别持有公司 8.95%和 5.18%的股份。

我们认为，公司背靠地方国资，在获取地方政府资金及政策支持方面具备一定相对优势；同时，由于产业股东持股比例较高，其丰富的产业经验与资源有利于为公司经营保驾护航，助力公司快速成长。

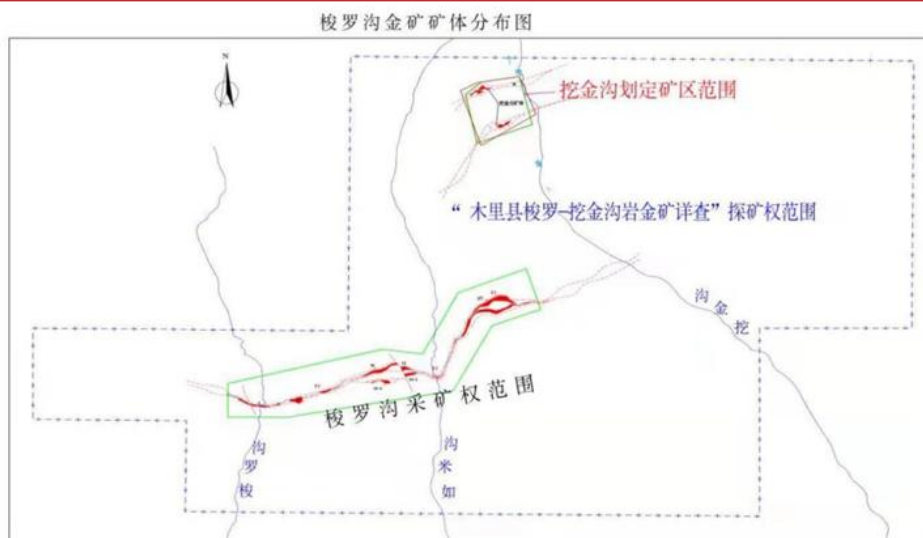
图表 2：公司股权结构图（截至 2024 年 Q3）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

聚焦梭罗沟金矿，资源具备深厚底蕴及开采前景。据公司招股说明书披露，公司拥有梭罗沟金矿**采矿权**（矿区面积 2.1646 平方公里）和梭罗-挖金沟详查金矿**探矿权**（勘查面积 28.02 平方公里），所辖矿区梭罗-挖金沟金矿矿区**位于矿产资源丰富的甘孜-理塘构造带，其南段为川西高原重要有色金属、贵金属成矿构造带，近十年来该构造带上已发现十余个金矿床/矿点，具备较强的探矿增储潜力。**我们认为，得天独厚的地理位置有利于公司未来通过资源勘查充分发掘矿区资源，提高控制资源储量，增强可持续发展能力。

图表 3：公司矿权对应区域的地理位置示意图（虚线区域为探矿权范围）



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究所

采矿+勘探同步开发，积极拓宽资源增储空间。采矿权所属资源开发维度看，截至 2023 年 2 月，梭罗沟金矿提交各类勘查工作报告 9 次，累计查明金金属资源（储）量 81,723kg，指标较 2016 年国土资源部备案查明储量提升 21,380kg（原指标 60343kg），资源具备良好的勘查找矿前景。

图表 4：梭罗沟金矿区金矿的资源储量（采矿权所属资源）（2016 年）

矿石类型	资源储量类型	矿石量 (万吨)	金属量 (kg)	平均品位 (g/t)
氧化矿	控制资源量	5.3	209	3.94
	推断资源量	4.2	245	5.83
	合计	9.5	454	4.78
原生矿	探明资源量	204.7	8934	4.36
	控制资源量	687.9	22694	3.3
	推断资源量	429.1	12780	2.98
	合计	1321.7	44408	3.36
氧化矿+原生矿	探明资源量	204.7	8934	4.36
	控制资源量	693.2	22903	3.3
	推断资源量	433.3	13025	3
	合计	1331.2	44862	3.37

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

挖金沟矿段区域内地质勘探成果初显，有望为公司贡献潜在增量。根据四川国土资源厅备案，梭罗沟金矿区挖金沟矿段查明资源储量为金金属量 1332kg。其中原生矿金属量 1105kg，平均品位 2.20 克/吨；氧化矿金属量 227kg，平均品位 1.36 克/吨，我们认为，伴随探矿找矿工作持续推进，公司资源增储空间有望进一步打开，可持续发展得到有效保证。

图表 5：梭罗沟金矿区挖金沟矿段采矿权的资源储量（2014 年）

矿产名称	矿石类型	资源储量类型	矿石量 (万吨)	金属量 (kg)	平均品位 (g/t)
金矿	氧化矿	控制资源量	14.7	204	1.39
		推断资源量	1.9	23	1.21
		合计	16.6	227	1.36
	原生矿	控制资源量	33.6	743	2.21
		推断资源量	16.6	362	2.18
		合计	50.2	1105	2.2
	氧化矿+原生矿	控制资源量	48.3	947	1.96
		推断资源量	18.5	385	2.08
		合计	66.8	1332	1.99

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2. 经营业绩稳中向好，多项指标持续改善

公司经营业绩稳中向好，2024 年业绩有望伴随金价上行实现快速释放。2023 年公司实现营业收入 6.29 亿元，同比+33.13%；实现归母净利润 2.11 亿元，同比+6.16%。2024 年前三季度公司实现营业收入 5.28 亿元，同比+5.77%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比+25.38%。

图表 6：2020-2024Q1-3 年公司营业收入



资料来源：Wind、华源证券研究所

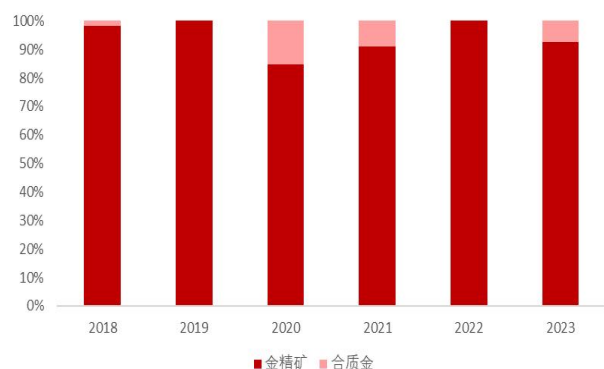
图表 7：2020-2024Q1-3 年公司归母净利润



资料来源：Wind、华源证券研究所

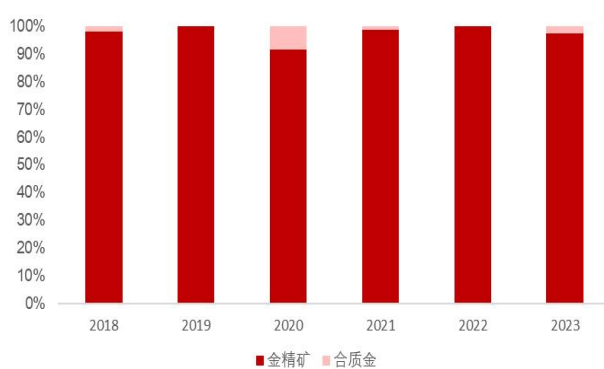
聚焦梭罗沟金矿经营，金精矿为公司营收和毛利润主要来源。公司始终围绕梭罗沟金矿经营，其中开采出的原生矿通过浮选工艺得到产品金精矿，随采而出的氧化矿通过喷淋浸出工艺得到产品合质金。24H1 公司金精矿实现营收 3.95 亿元，实现毛利润 2.10 亿元，连续多年占比超过 90%。

图表 8：金精矿为公司营收主要来源



资料来源：Wind、华源证券研究所

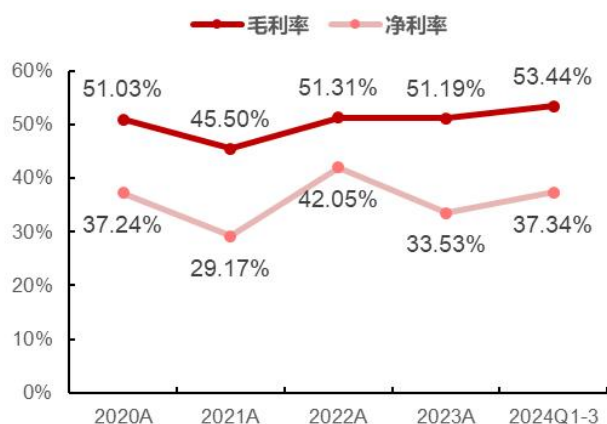
图表 9：金精矿为公司毛利润主要来源



资料来源：Wind、华源证券研究所

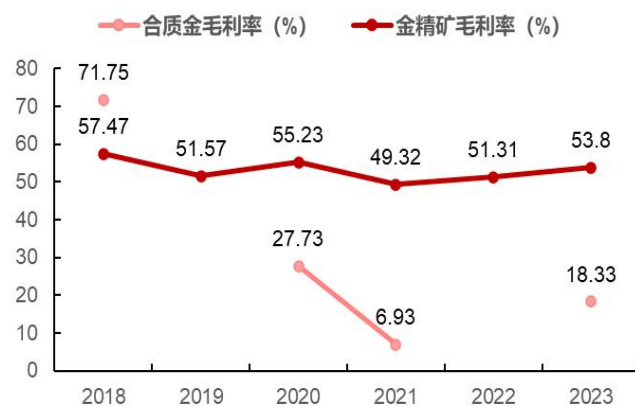
毛利率和净利率水平稳步提升，金精矿盈利能力较强。2024 年前三季度公司毛利率为 53.44%，销售净利率为 37.34%，较上年同期分别提升 6.41/5.84 个百分点，主要系年内金价中枢快速提升，叠加公司成本控制成效持续显现所致。分产品看，2023 年金精矿和合质金毛利率分别为 53.80%和 18.33%，金精矿盈利能力较强。

图表 10：公司毛利率和净利率水平稳步提升



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 11：公司金精矿毛利率显著高于合质金



资料来源：Wind、华源证券研究所

销售、管理、财务三项费用支出显著下降，公司提质增效成果显著。2020-2024Q1-3 公司销售、管理、财务三项费用占营收比重显著下降，2024Q1-3 此三费占营收比例为 9.39%，反映公司提质增效成果显著，有助于企业进一步释放利润。

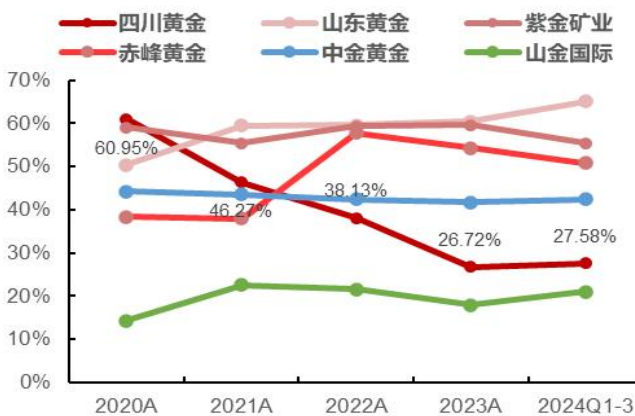
资产负债率持续降低，经营性现金流表现稳健，公司资本结构持续优化。2020-2024Q1-3 公司资产负债率持续下降，2024Q1-3 指标为 27.58%，显著低于行业平均水平。同时，2020 年以来公司经营性现金流表现稳健，2024Q1-3 经营活动现金净额为 2.85 亿元，相较上年同期增长 12.68%。反映公司资本结构持续优化，偿债能力和抗风险能力持续增强。

图表 12：2024 年前三季度三项费用占比显著下降



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 13：公司资产负债率显著下降并优于同行



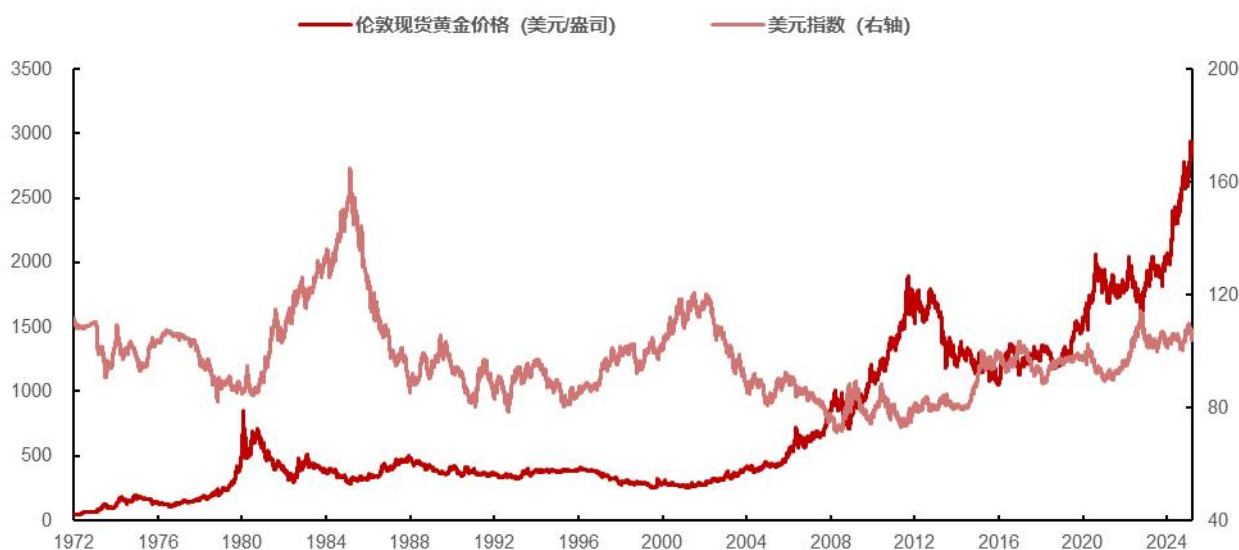
资料来源：Wind、华源证券研究所

3. “降息交易” + “特朗普 2.0” 双主线持续催化，金价上行动能充足

3.1. 定价角度：多维度的黄金投资需求来自于天然的货币、金融和避险属性

黄金天然的货币属性导致黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”。自 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系解体，金本位制度被信用本位制度所取代，黄金转变为全球经济体的终极“信用货币”。尽管如此，全球货币信用体系依然以美国的信用体系为核心。在这一体系下，黄金价格与美元指数呈现了明显的反向变动关系。

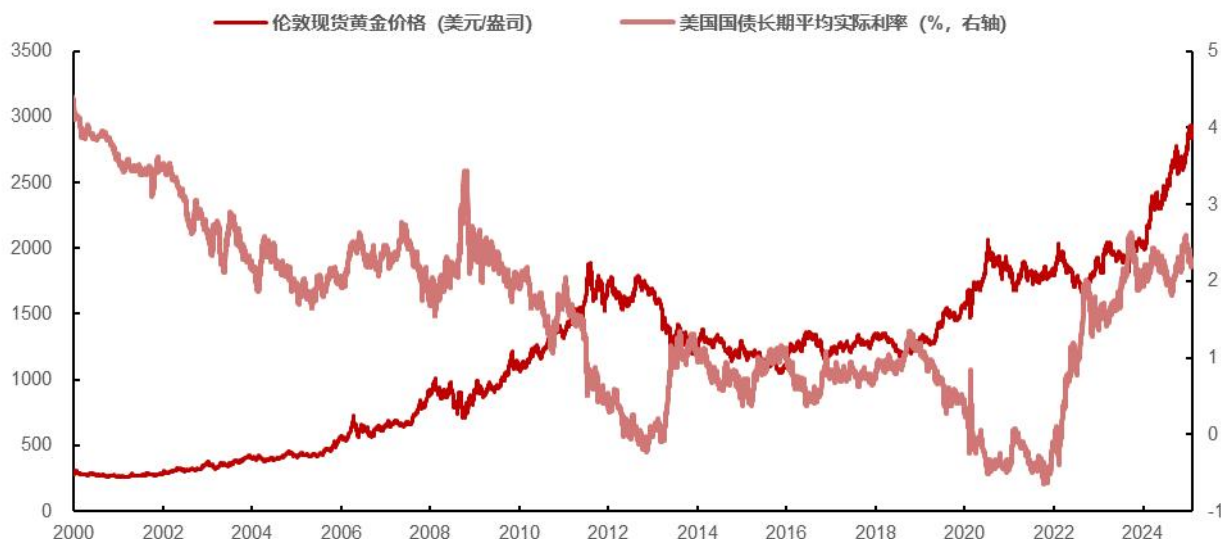
图表 14：黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”



资料来源：Wind、华源证券研究所

美国实际利率被视为衡量以美元计价的黄金价值的一个重要指标。黄金不仅是一个关键的风险规避手段，也是一种多功能的投资工具，适用于对冲、投机和增值，**具有显著的金融和避险特性**。在短期内，实际利率是决定黄金价格的关键因素。**当实际利率下降时**（对应着衰退或者高粘性通胀两种情形，当两种情形同时发生时，金价弹性最大，例如 1970s），意味着投资者无法在非黄金资产，特别是股票和债券等可以提供分红和利息等现金流的资产上，获得更高的预期回报，这降低了持有黄金的机会成本，进而大概率导致黄金价格上涨。

图表 15：黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系



资料来源：Wind、华源证券研究所

3.2. 宏观角度：通胀逻辑持续兑现，金价上行动能充足

美国经济运行不确定有所增加，通胀依旧存在压力。就业方面，2 月季调后非农就业人口增加 15.1 万人，失业率升至 4.1%，为 2024 年 11 月以来新高，平均时薪年率录得 4%，月率则持平于 0.3%。美联储在 3 月 5 日公布的褐皮书中指出，自 1 月中旬以来，经济活动“略有”增长，但全国各地的企业都表示，特朗普政府的新政策，特别是关税政策，带来了不确定性。通胀方面，1 月美国 CPI 同比增长 3%，环比增幅为 0.5%，均高于市场预期的 2.9% 和 0.3%。核心 CPI 同比上涨 3.3%，高于预期的 3.1%。通胀上涨主要受到住房价格的推动。美国 1 月 PPI 环比上涨 0.4%，同比增幅为 3.5%，均超出市场预期，主要受到食品和能源价格上升的推动。核心 PPI 同比上涨 3.6%。

图表 16：2025 年 2 月美国失业率为 4.1%



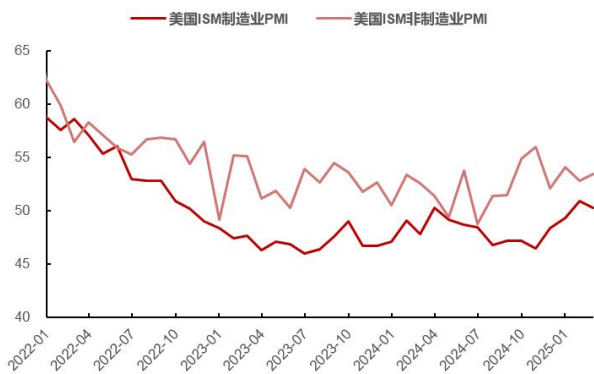
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 17：2024 年下半年新增非农就业人数有所提升



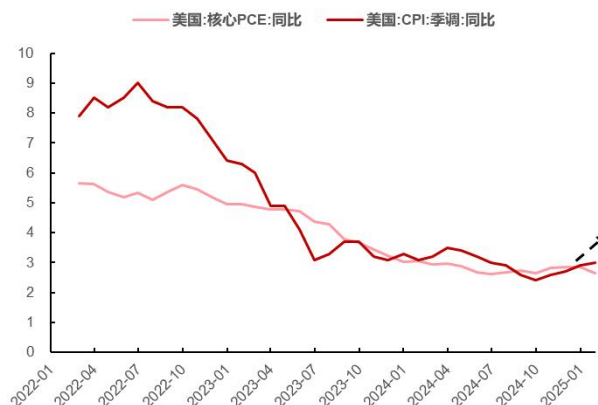
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 18：美国制造业 PMI 在 2024 年 10 月以来有所提升



资料来源：Wind、华源证券研究所；单位：%

图表 19：2024 年 9 月以来美国通胀数据有所抬头

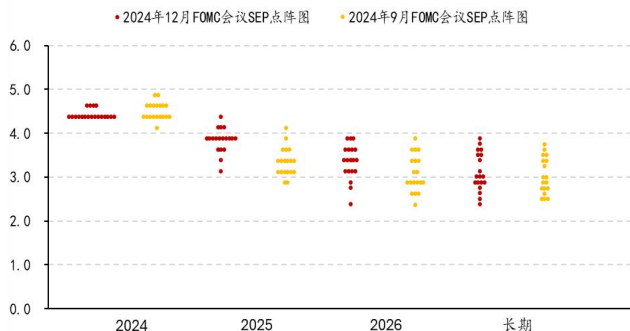


资料来源：Wind、华源证券研究所；单位：%

货币政策层面，通胀与就业的难以平衡，是美联储悬在头上的“达摩克利斯之剑”。美联储在 2025 年 1 月的会议上决定将联邦基金利率目标维持在 4.25%至 4.5%的区间。与 2024 年 12 月的议息声明相比，本次声明删去了“劳动力市场状况已逐步缓解(eased)”的表述，但强调失业率维持在较低水平。同时，删去“通货膨胀率朝着委员会设定的 2%的目标取得了进展”的表述，体现出美联储对通胀回落的信心有所下降，双重任务中对通胀指标监测的重要性也在提升。

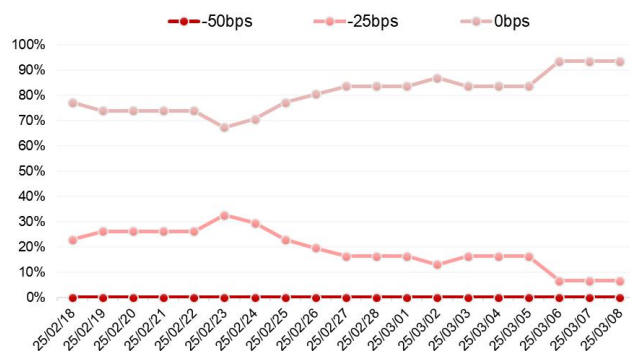
美联储当前仍具备较大政策空间，本轮降息周期的时间或被通胀频繁的扰动拉长，增加了黄金的做多窗口期。截至 2025 年 3 月 13 日，CME Fed Watch 显示 3 月有 96.74%的概率保持利率不变。我们认为，无论是宽松预期还是通胀上行，都有利于支撑黄金价格的上涨。

图表 20：2024 年 12 月美联储预计在 2025 年将进行更少的降息



资料来源：Fed、华源证券研究所

图表 21：CME 美联储利率观测器显示 3 月份美联储大概率按兵不动



资料来源：CME、Wind、华源证券研究所

财政政策层面，特朗普 2.0 的竞选承诺或进一步导致美元信用降低和通胀上行，具体看：

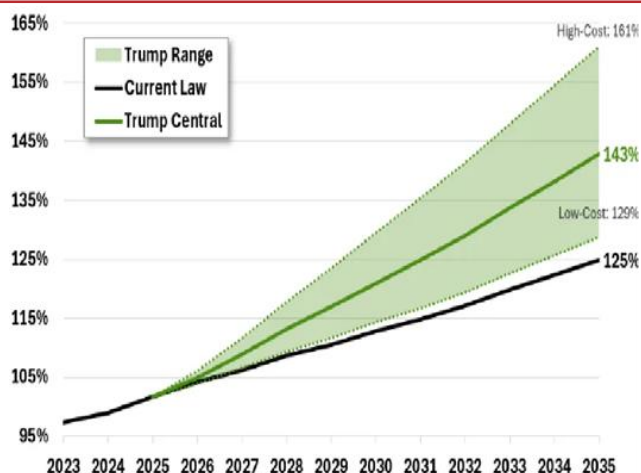
1) **减税**：根据 US BUDGET WATCH 2024 的测算，若竞选承诺全部兑现，中性情形下将使 2026 年至 2035 年美国的债务总额增加 7.75 万亿美元，美国公共债务水平占 GDP 的比重将升至 2035 年底的 143%。每一轮长期信贷扩张和货币超发都会是一轮对美元信用体系的消耗，黄金货币属性的价值凸显。

2) **全面加征关税**：美国上一轮关税的加征几乎全部转嫁到了美国进口商支付的总价格上，推高美国通胀风险。

3) 驱逐非法移民: 根据彼得森的测算数据, 极端情形下, 如果特朗普政府驱逐所有无证移民工人, 将推高 2026 年通胀率 3.5 个百分点。黄金的抗通胀属性 (金融+避险属性) 具备较强吸引力。

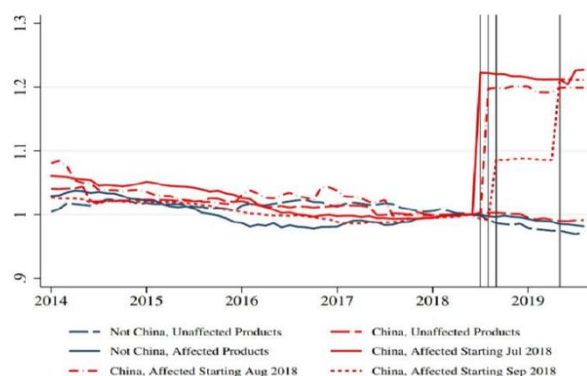
我们认为, 若特朗普竞选承诺全部兑现, 或将黄金价格推向新高。

图表 22: 若竞选承诺全部兑现, 美国公共债务水平占 GDP 的比重快速提升



资料来源: CRFB (US BUDGET WATCH 2024)、华源证券研究所

图表 23: 全面加征关税显著提高美国进口商品价格指数



资料来源: 《Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy》Alberto Cavallo, etc. 华源证券研究所

3.3. 供需角度: 央行增储对金价形成强有力底部支撑

保护主义+大国博弈背景下, 央行增储对金价形成强有力底部支撑。世界黄金协会数据显示, 2024 年全球央行净黄金购买总额为 1045 吨, 连续 3 年增加黄金储备超 1000 吨。据中国人民银行官网数据, 中国 2 月末黄金储备报 7361 万盎司 (约 2289.53 吨), 环比增加 16 万盎司 (约 4.98 吨), 为连续第四个月增持黄金。我们认为, 保护主义+大国博弈背景下各国央行存在优化外汇结构以提升金融自主权的需求, 金价回调过程中增储节奏有望加快, 有望形成对金价的强底部支撑。

图表 24: 黄金供需平衡表显示全球央行连续 3 年增加黄金储备超 1000 吨

单位: 吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
供应量							
金矿产量	3655.9	3596.4	3482.0	3576.5	3624.8	3644.4	3661.2
生产商净套保	-11.6	6.2	-39.1	-5.4	-13.1	17.0	-56.8
回收金	1131.7	1275.7	1293.1	1136.2	1140.1	1237.3	1370.0
总供应量	4775.9	4878.2	4736.0	4707.3	4751.9	4898.8	4974.5
需求量							
金饰制造	2290.0	2152.1	1324.0	2230.3	2195.4	2168.0	2003.5
工业	334.8	326.0	302.8	330.2	308.7	297.8	326.1
投资	1160.9	1274.7	1794.9	991.5	1113.0	945.1	1179.5
央行净买入	656.2	605.4	254.9	450.1	1081.9	1037.4	1044.6
黄金需求 (制造基础)	4442.0	4358.1	3676.5	4002.2	4699.0	4448.4	4553.7
场外投资及其他	334.0	520.1	1059.5	705.1	52.8	450.4	420.7
总需求量	4778.5	4886.9	4740.5	4704.0	4760.8	4950.0	4974.5
总社会库存	194692.7	198295.2	201738.2	205309.3	208921.0	212582.5	216344.4

资料来源: 世界黄金协会、华源证券研究所

4. 募投项目加速产能释放，资源储备有望持续扩张

公司重点项目进展顺利。从公司募投项目看，据公司披露，截至 2024 年上半年，公司募投主要项目投资进展顺利，其中梭罗沟金矿矿区资源勘查投资进度达到 56.19%，梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程投资进度达到 92.78%。从公司重要在建工程项目看，公司梭罗沟金矿地下开采工程进度已达到 98.07%，梭罗沟金矿矿石运输道路工程进度已达到 59.55%。我们认为，勘察项目的持续投资或将增加公司储量和资源量，地下开采、运输、技改等项目的陆续完成有望提升公司运营效率，推动产能加速释放。

图表 25：募集资金承诺项目情况

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）	截至 24H1 累计投入金额（万元）	截至 24H1 投资进度
梭罗沟金矿矿区资源勘查	16751.28	9412.63	56.19%
梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程建设	3281.77	3044.69	92.78%
梭罗沟金矿绿色矿山建设	6848.2	2502.21	36.54%
梭罗沟金矿智慧化矿山建设	5,188.12	932.47	17.97%
偿还银行贷款及补充流动资金项目	6953.34	5000	71.91%
承诺投资项目小计	39022.71	20891.99	53.54%

资料来源：公司 2024 年半年报、华源证券研究所

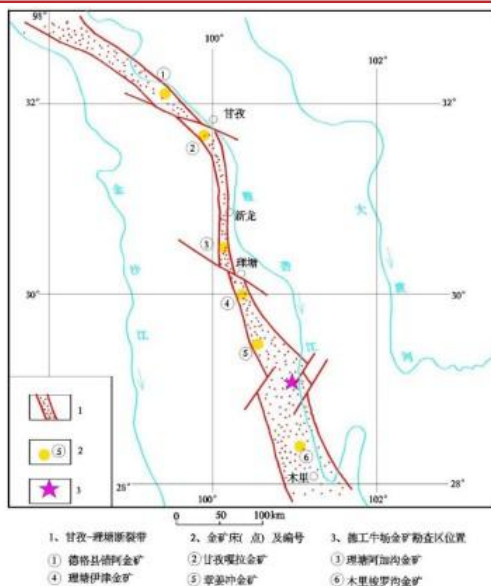
图表 26：重要在建工程项目情况

项目名称	预算数（亿元）	24H1 期末余额 预算数（亿元）	工程进度	资金来源
梭罗沟金矿地下开采工程	4.82	4.72	98.07%	其他
梭罗沟如米沟排土场排洪洞工程	0.36	0.33	90.38%	其他
梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程 建设	0.64	0.24	37.88%	募集资金
木里容大备供 35KV 线路新建工程	0.80	0.14	18.17%	其他
梭罗沟金矿矿石运输道路工程	0.17	0.10	59.55%	其他
合计	6.79	5.54		

资料来源：公司 2024 年半年报、华源证券研究所

公司资源所处地理位置优越，探矿找矿潜力大，有利于未来增储扩产。公司资源位于矿产资源丰富的甘孜—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，近十年来该构造带相继发现十余个金矿床和金矿点（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、甘孜县嘎拉金矿床、甘孜县色西迪金矿点、新龙县雄龙西金矿床、理塘县阿加沟金矿床、理塘县伊津金矿点、理塘县姜章冲金矿点、木里县梭罗沟金矿床、木里县俄堡催金矿点、木里县耳泽金矿床等），其所在的木里县自古就有“黄金王国”美称。我们认为，公司未来将通过深入的资源勘查，充分挖掘矿区的潜力，增加控制的资源储量，从而提升其可持续发展的能力。

图表 27：甘孜-理塘构造带



资料来源：公司官网、华源证券研究所

省属国资体系实控人有助于公司获取地方政府的各项资金、政策和资产注入支持。政策和资金支持方面，四川省自然资源厅等 7 部门在 2024 年 12 月联合发文关于《全面推进绿色矿山建设的通知》，提出加大对绿色矿山企业的资金支持力度；支持政府性融资担保机构为符合条件的绿色矿山企业和项目提供增信支持；绿色矿山企业排放应税大气污染物或者水污染物的浓度值低于国家和地方规定的污染物排放标准 30%的和 50%的，分别减按 75%、50%征收环境保护税等举措。财税金融等领域的政策支持有利于公司持续提升经营能力。

资产注入方面，公司首次公开发行股票网上路演时称，四川省地矿局及其下属单位四川省地矿局区调队、矿业集团已出具关于避免同业竞争的承诺，明确实际控制人体系范围内如涉及黄金类的矿产资源在资源条件成熟时将优先置入公司及其控制的下属企业，相关避免同业竞争的安排明确可行。未来，四川省地矿局及其下属单位四川省地矿局区调队还将在四川境内加大资源勘探的力度，逐步将已成熟、资源条件好且具有可开发价值的金矿资源注入公司。我们认为，在资产注入预期下，公司资源储备有望在未来持续扩张。

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024-2026 年作出如下假设：

(1) 金精矿：中性假设下 2024-2026 年预计公司金精矿单价分别为 2.36、2.57 和 2.57 万元/吨；销量分别为 3.0、3.16 和 3.16 万吨。

(2) 合质金：2024-2026 年预计公司合质金单价分别为 534、582、582 元/克；销量分别为 0、0.10 和 0.10 吨。

图表 28：公司分产品营收预测情况（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
金精矿营收	4.72	5.83	6.44	7.02	7.49
yoy	-1.46%	23.52%	10.38%	9.09%	6.67%
毛利润	2.42	3.14	3.90	4.49	4.95
毛利率	51.31%	53.80%	60.61%	63.89%	66.15%
合质金营收	0.00	0.46	0.00	0.58	0.58
yoy	-	100%	-	100%	-
毛利润	0.00	0.46	0.00	0.31	0.31
毛利率	0.00%	18.33%	0.00%	53.61%	53.61%
营收合计	4.72	6.29	6.44	7.60	8.07
yoy	-10.27%	33.26%	2.31%	18.14%	6.16%
毛利润	2.42	3.60	3.90	4.80	5.27
毛利率	51.31%	51.19%	60.61%	63.10%	65.24%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

5.2. 估值与评级

根据以上假设，我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 2.78/3.41/3.76 亿元，同比增速分别为 31.57%/22.85%/10.20%，当前股价对应 PE 分别为 34.49X/ 28.08X/25.48X。我们选取同行业 A 股相关龙头公司为可比公司，平均 PE 分别为 22.88X/21.58X/18.32X，基于公司募投项目加速产能释放，资源储备有望持续扩张。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 29：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			PB（LF）
		2025/3/18	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
000975.SZ	山金国际	18.46	0.86	1.05	1.25	0.00	17.56	14.80	3.95
002155.SZ	湖南黄金	24.37	0.75	1.06	1.17	32.42	23.02	20.78	4.36
600547.SH	山东黄金	27.01	0.75	1.12	1.39	36.23	24.15	19.39	5.06
可比公司平均 PE						22.88	21.58	18.32	4.45
001337.SZ	四川黄金	22.79	0.66	0.81	0.89	34.49	28.08	25.48	6.78

资料来源：wind、华源证券研究所。注：可比公司 EPS 来自 wind 一致预期

6. 风险提示

1) 金属价格超预期下跌的风险。对金属价格预测做了谨慎的预期，若出现大幅下跌，可能对公司业绩形成拖累；

2) 安全生产风险。公司矿山开采存在一定安全事故的风险，若出现安全事故公司盈利或出现较大影响；

3) 单一矿山经营及矿山资源储备的风险。公司主要依托单一矿山梭罗沟金矿，若未来梭罗沟金矿发生影响生产经营的不利事件，将对公司生产经营产生较大影响。

4) 采矿成本上升风险。公司由露天转入地下开采后，地下开采相关工程投入使用将导致固定资产折旧费用增加，存在成本超预期上升风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	630	430	373	416
应收票据及账款	0	0	0	0
预付账款	14	14	16	17
其他应收款	2	2	2	3
存货	81	67	74	74
其他流动资产	50	50	50	50
流动资产总计	776	563	516	560
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	164	249	359	485
在建工程	544	614	627	580
无形资产	230	256	303	362
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	137	291	369	381
非流动资产合计	1,076	1,410	1,658	1,809
资产总计	1,852	1,973	2,174	2,369
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	80	66	73	73
其他流动负债	148	137	157	163
流动负债合计	227	202	230	235
长期借款	0	6	9	9
其他非流动负债	268	268	268	268
非流动负债合计	268	274	276	276
负债合计	495	476	506	512
股本	420	420	420	420
资本公积	445	445	445	445
留存收益	493	632	803	992
归属母公司权益	1,357	1,497	1,668	1,857
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,357	1,497	1,668	1,857
负债和股东权益合计	1,852	1,973	2,174	2,369

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	211	265	329	364
折旧与摊销	50	66	82	100
财务费用	11	-2	-1	-1
投资损失	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	28	-11	17	4
其他经营现金流	13	14	14	14
经营性现金净流量	306	327	434	474
投资性现金净流量	-228	-395	-325	-245
筹资性现金净流量	283	-131	-166	-186
现金流量净额	362	-199	-57	43

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	629	644	760	807
营业成本	307	254	281	281
税金及附加	20	20	24	25
销售费用	3	3	3	3
管理费用	54	55	65	69
研发费用	0	0	0	0
财务费用	11	-2	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	7	7	7	7
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	241	320	395	436
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	249	327	402	443
所得税	38	50	61	67
净利润	211	278	341	376
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	211	278	341	376
EPS(元)	0.50	0.66	0.81	0.89

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	33.13%	2.31%	18.14%	6.16%
营业利润增长率	2.86%	32.51%	23.36%	10.38%
归母净利润增长率	6.16%	31.57%	22.85%	10.20%
经营现金流增长率	-20.00%	6.69%	32.95%	9.22%
盈利能力				
毛利率	51.19%	60.61%	63.10%	65.24%
净利率	33.53%	43.12%	44.85%	46.55%
ROE	15.54%	18.54%	20.44%	20.23%
ROA	11.39%	14.07%	15.68%	15.86%
估值倍数				
P/E	45.38	34.49	28.08	25.48
P/S	15.22	14.87	12.59	11.86
P/B	7.05	6.39	5.74	5.16
股息率	1.10%	1.44%	1.77%	1.95%
EV/EBITDA	-2	23	19	17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。