

灵宝黄金 (03330.HK)

优于大市

扎根河南，拓展海外，黄金矿企进入发展快车道

核心观点

扎根河南的黄金矿企。公司是河南省黄金采选冶领军企业，目前形成日采选矿石 7000 吨的生产规模，2024 年产矿产金 5.2 吨，占国内金矿产量 1.37%。2024 年公司营收中，金锭业务收入占税前收入的 96.8%。公司矿山资源分别位于中国河南、新疆、江西、内蒙古及甘肃及吉尔吉斯，拥有 37 个采矿权及勘探权，总探采面积达 216.04 平方公里。**截至 2024 年底，公司总黄金储备资源量约 131.81 吨（约 4.1 百万盎司），矿产金产量 5.2 吨。**

金价有望继续保持强势。美元信用边际走弱刺激黄金需求，年初至今（截止至 6 月 11 日），美元指数已下跌 9.1%：不改下降趋势。央行购金对金价形成中长期推力。全球央行购金量连续 3 年超过 1000 吨，远超 2010-2021 年平均 473 吨的水平。俄乌冲突和中东局势或持续扰动市场情绪，黄金受多重因素影响有望继续保持强势。

公司拥有五大矿山基地和一个冶炼加工企业：灵宝南山、南阳桐柏兴源、新疆哈巴河华泰、内蒙古赤峰金蟾、吉国富金，河南灵宝黄金冶炼分公司。近年来采矿业务净利率稳定增长，2024 年净利率为 43.1%，相较 2023 年的 29.8%显著增长。其中境内采矿分部净利率 47.4%，境外采矿分部净利率 4.1%，主要受惠于金价上升以及公司多措并举，全力克服 24H1 政策和基建改造影响，24H2 全力赶产，选矿采矿技术优化提升。

矿山优质，未来集中探矿和扩大矿山规模并行。公司核心矿区位于小秦岭成矿带，资源禀赋好。经计算，2024 年公司平均金资源品位高达 5.56 克/吨，属于高品位金矿，可媲美全球前 50 座最大金矿的平均品位 5.3 克/吨，显著高于行业均值。**目前矿山产能仍未满产，随着扩产扩产能及技术改造，现有矿山在 5 年内将保持每年 10%以上的产量增速。**

盈利预测与估值：公司未来战略目标是集中探矿和扩大矿山生产规模，继续收购有潜力黄金资源。我们预计 2025-27 年归母净利润 15.5/16.5/17.6 亿元（+122%/6%/7%），EPS 分别为 1.20/1.28/1.37 元。通过多角度估值，预计公司合理估值 12.9-14.6 港元，相对目前股价有 25%-42%溢价，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：关税大幅缓和，地区冲突缓解，避险情绪下降，黄金价格下跌风险；矿山品位下滑，产量偏低的风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,534	11,867	17,603	19,386	21,348
(+/-%)	4.0%	12.7%	48.3%	10.1%	10.1%
归母净利润(百万元)	318	698	1550	1647	1761
(+/-%)	32.4%	119.4%	122.1%	6.2%	7.0%
每股收益(元)	0.25	0.54	1.20	1.28	1.37
EBIT Margin	4.9%	7.7%	8.8%	8.5%	8.3%
净资产收益率 (ROE)	11.9%	20.6%	31.4%	25.0%	21.1%
市盈率 (PE)	38.8	17.7	8.0	7.5	7.0
EV/EBITDA	22.4	13.7	8.5	8.1	7.7
市净率 (PB)	4.64	3.65	2.50	1.88	1.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：谷瑜

021-61761033

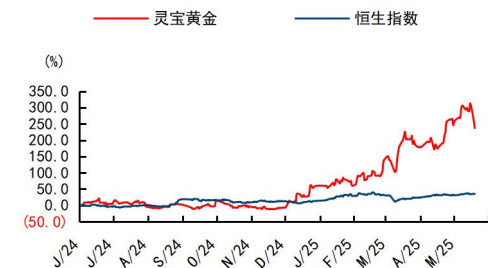
guyu@guosen.com.cn

S0980524110001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	12.90 - 14.60 港元
收盘价	10.30 港元
总市值/流通市值	13256/11387 百万港元
52 周最高价/最低价	12.98/2.65 港元
近 3 个月日均成交额	125.64 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

扎根河南的黄金矿企	5
成立二十余载，河南金矿采选冶领军企业	5
股权几经变更，目前控股股东为深圳杰思伟业	6
专注黄金主业，净利实现五连涨	7
金价有望继续保持强势	8
美元信用：美元信用边际走弱刺激黄金需求	8
央行购金：对金价形成中长期推力	9
地缘风险：俄乌冲突和中东局势或持续扰动市场情绪	9
公司坐拥高品位金矿，产量存增长预期	10
金矿平均品位高达 5.56 克/吨	11
矿山形成日采选矿石 7000 吨规模	12
冶炼分公司实现扭亏为盈	15
财务分析	17
资本结构及偿债能力分析	17
经营效率分析	18
盈利能力分析	18
成长性分析	19
盈利预测	20
假设前提	20
未来 3 年业绩预测	21
估值与投资建议	21
估值分析	21
投资建议	23
风险提示	24
附表：财务预测与估值	26

图表目录

图 1: 灵宝黄金历史大事沿革	5
图 2: 灵宝黄金股权结构	7
图 3: 公司营业收入及同比增速	7
图 4: 公司净利及同比增速	7
图 5: 公司营业收入构成 (亿元)	7
图 6: 公司毛利率及净利率	7
图 7: 全球外汇储备中美元占比	8
图 8: 金价和美元指数的反向关系	8
图 9: 全球央行季度净购金量 (吨)	9
图 10: VIX 恐慌指数走势	10
图 11: 采矿分部金产量 (千克)	13
图 12: 采矿分部金销量 (千克)	13
图 13: 采矿分部营业收入及同比增速	14
图 14: 采矿分部溢利及同比增速	14
图 15: 境内采矿分部溢利及同比增速	14
图 16: 境外 (吉国) 采矿分部溢利	14
图 17: 采矿分部净利率	15
图 18: 冶炼分部金锭产量	15
图 19: 冶炼分部金锭销量	15
图 20: 冶炼分部银、铜、硫酸产量	16
图 21: 冶炼分部银、铜、硫酸销量	16
图 22: 冶炼分部营业收入及同比增速	16
图 23: 冶炼分部溢利	16
图 24: 冶炼分部净利率	17
图 25: 可比公司资产负债率	17
图 26: 可比公司有息负债率	17
图 27: 可比公司流动比率	18
图 28: 可比公司速动比率	18
图 29: 存货周转天数	18
图 30: 应收账款周转天数	18
图 31: 可比公司毛利率	19
图 32: 可比公司净利率	19
图 33: 可比公司总资产收益率	19
图 34: 可比公司投入资本回报率	19
图 35: 公司 EPS	20
图 36: 公司每股净资产	20

表1： 公司股本变动梳理	5
表2： 公司矿山和冶炼厂	10
表3： 公司黄金资源量	11
表4： 灵宝黄金业务拆分	20
表5： 未来 3 年盈利预测表（百万元）	21
表6： 公司盈利预测假设条件（%）	22
表7： 资本成本假设	22
表8： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	22
表9： 可比公司资源情况比较	23
表10： 同类公司估值比较（数据截至 2025 年 6 月 17 日收盘）	23

扎根河南的黄金矿企

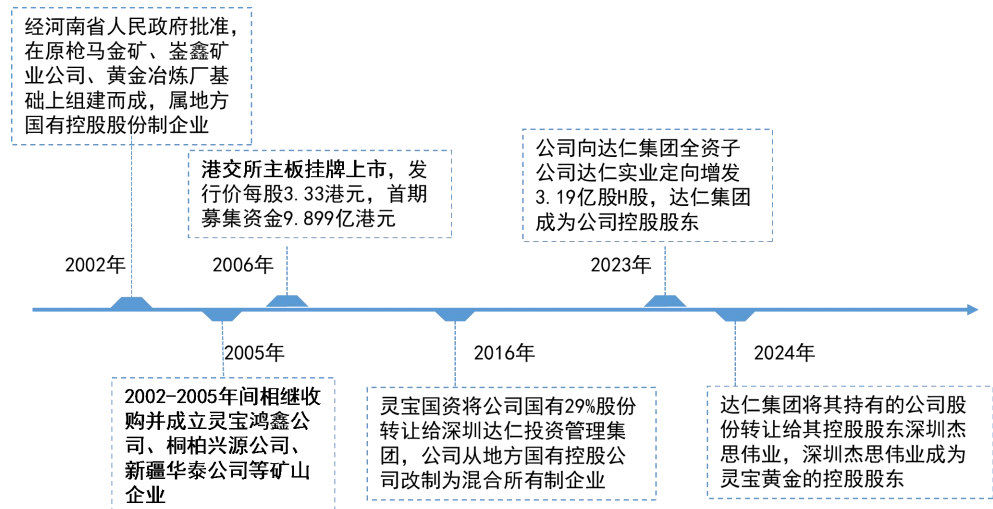
成立二十余载，河南金矿采选冶领军企业

公司是河南省黄金采选冶领军企业，目前形成日采选矿石 7000 吨的生产规模，2024 年产矿产金 5.2 吨，占国内金矿产量 1.37%。

公司主营业务是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。主要产品有“灵金”牌国标金锭、银锭、电解铜、硫酸等，**公司目前拥有五大矿山生产基地和一个冶炼加工企业**，即河南灵宝南山、河南南阳桐柏兴源、新疆哈巴河华泰、内蒙古赤峰金蟾、吉国富金和河南灵宝黄金冶炼分公司。**矿山端，公司形成日采选矿石 7000 吨的规模；冶炼端，日处理金精矿 1000 吨，具备年产冶炼黄金 30 吨，白银 30 吨，电解铜 1.5 万吨，工业硫酸 10 万吨的生产规模。**

公司成立于 2002 年 9 月，经河南省人民政府批准，在原枪马金矿、崆鑫矿业公司、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，又相继收购并成立了灵宝鸿鑫公司、桐柏兴源公司、新疆华泰公司等矿山企业。2006 年 1 月，公司在香港联合交易所主板上市。2008 年，公司收购了华鑫铜箔公司。2016 年，公司股权改革迈入新征程，灵宝市国资将 29% 股份转让给深圳达仁投资管理集团，公司从地方国有控股公司改制为混合所有制企业。2017 年 5 月 9 日，因业务发展需要，公司更名为灵宝黄金集团股份有限公司。2018 年，公司剥离铜箔业务，专注黄金主业。

图1：灵宝黄金历史大事沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

2023 年公司完成向达仁集团的全资附属公司达仁实业发展（香港）有限公司（现已更名为杰思实业发展（香港）有限公司）定向增发 3.19 亿股 H 股，股价 0.85 港元/股，注册资本增加至 2.36 亿元，达仁集团成为公司控股股东。2024 年，公司开辟产融结合新模式，达仁集团将公司股份转让给其控股股东深圳杰思伟业，公司控股股东变更为深圳杰思伟业。公司上市至今实施过五次配售，募资分别用于采购金精矿生产金条，为深部勘探活动提供资金，用于可能的并购机会等。

表1：公司股本变动梳理

变动日期	2025/3/18	2025/1/23	2024/4/25	2024/2/28	2023/8/18	2018/2/7	2009/12/31
已发行普通股	1,286,976,055	1,243,476,055	1,243,476,055	1,216,559,255	1,184,021,255	864,249,091	770,249,091

香港流通股	1,105,578,997	1,062,078,997	676,500,964	649,584,164	617,046,164	297,274,000	297,274,000
非流通股	181,397,058	181,397,058	566,975,091	566,975,091	566,975,091	566,975,091	472,975,091
股本变动原因	配售股份	股份转移	配售股份	配售股份	配售股份	配售股份	--
发行价格（元）	5.38		3.02	1.34	0.85	0.91	
募集金额（元）	234,030,000.00		81,288,736.00	43,600,920.00	271,806,339.40	85,728,000.00	
币种	HKD		HKD	HKD	HKD	CNY	
占已发行股本（%）	3.38		2.16	2.67	27.01	10.88	
募资金额	预计动用认购事项所得款项净额用于(i)为河南灵宝一矿的深部勘探活动提供资金；(ii)为兴建及成立含氰污水淡化设施提供资金；及(iii)本集团的一般营运资金。						
募资金额	拟将该等所得款项净额用于可能的并购机会。		本公司拟将有关所得款项净额用于采购金精矿用作生产金条。	本公司拟将有关所得款项净额用于采购金精矿用作生产金条。		偿还本公司的现有短期银行贷款。	

资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

股权几经变更，目前控股股东为深圳杰思伟业

2006 年上市之初，灵宝国资持股 51.28%，为地方国有控股股份制企业。此后随着多方投资人的介入，到 2015 年末，灵宝国资持股 38.54%，惠邦投资持股 7.40%，山南万来鑫投资持股 4.89%。

2016 年 12 月，经国务院国资委批复同意，灵宝市国资公司将灵宝黄金国有 29% 股份转让给深圳达仁投资管理集团，公司从地方国有控股公司改制为混合所有制企业，达仁集团成为第一大股东。

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。截止 2018 年末，公司前三大股东分别为达仁集团、灵宝国资、上海正禧投资，持股比例分别为 21.45%、8.50%、6.60%。

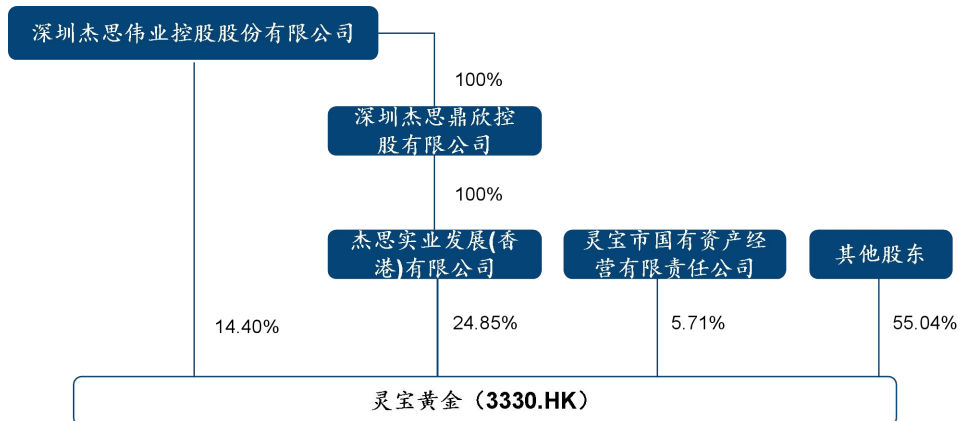
2023 年 8 月，灵宝黄金完成向达仁实业发展（香港）有限公司（达仁集团全资附属公司）定向增发 3.19 亿股 H 股，达仁集团成为公司控股股东。

2024 年，达仁集团将其持有的公司股权转让给控股股东深圳杰思伟业。截至 2024 年底，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%；灵宝国资持股 5.91%；上海正禧投资持股 4.58%。

2025 年 1 月，灵宝黄金完成了将内资股转换为 H 股的程序并在联交所上市，此次转化涉及 3.86 亿股内资股成功转化为 H 股。转换完成后，H 股比例大幅提升，从 6.77 亿股（占总股本 54.4%）增至 10.62 亿股（占总股本 85.41%），而内资股比例则降至 1.81 亿股，仅占总股本的 14.59%。

2025 年 3 月 11 日，公司宣布以每股 5.38 港元配售 4350 万股新 H 股，募集资金 2.34 亿港元，配售价较前一交易日 6.14 港元折让 12.38%，截至 2025 年 3 月 18 日，公司实际控制人为王冠然；控股股东为深圳杰思伟业，深圳杰思伟业直接持股 14.40%，通过杰思实业（香港）持有公司 24.85% 股权，合计持股 39.25%；另外，灵宝国资持股 5.71%。此外，公司实际控制人王冠然先生在 18 家存续企业中担任法人，包含以新能源材料为主业的龙电华鑫和以多元金融服务为主业的达仁资管等。

图2: 灵宝黄金股权结构

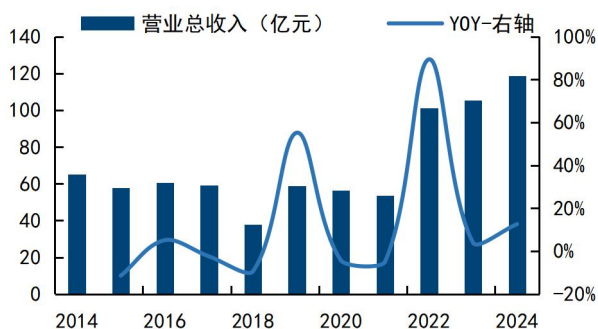


资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理, 截至 2025 年 3 月 18 日

专注黄金主业, 净利实现五连涨

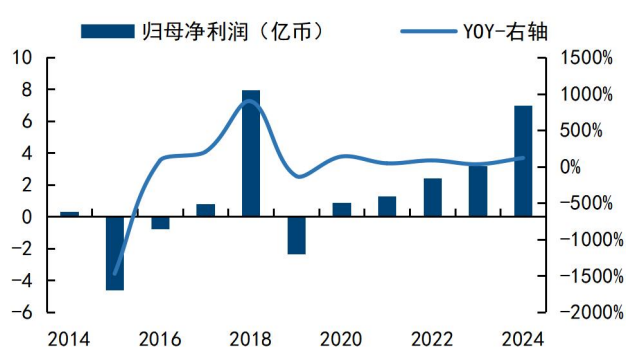
公司是综合黄金企业, 主要从事黄金开采、冶炼及精炼, 产品有黄金、白银、铜产品及硫酸, 公司是上海黄金交易所认可的标准金锭生产企业。2024 年实现营业收入 118.7 亿元, 同比增长 12.7%; 实现毛利 14.6 亿元, 同比增长 50.73%; 实现归母净利 7.0 亿元, 同比增长 119.4%。受益于选矿采矿技术优化提升和黄金市场价格提升, 公司毛利率和净利率显著增长, 2024 年毛利率增至 12.3%, 净利率增至 5.9%。营收结构方面, 公司以金锭销售为主, 2024 年金锭业务收入 117.1 亿元, 占税前收入的 96.8%。历史数据方面, 2018 年归母净利和净利率显著升高, 核心系发生股东应占持续经营业务及已终止经营业务的溢利 8.96 亿元。具体来看, 2018 年公司 (1) 出售华鑫铜箔全部已发行股本录得溢利约 16.7 亿元; (2) 物业、厂房及设备及无形资产录得减值损约 0.52 亿元; (3) 资源税, 城市维护建设税, 财产税和土地使用税有关的税项预付款录得减值亏损约 1.75 亿元; (4) 出售帕拉德克斯有限责任公司 70% 股权录得亏损约 0.90 亿元; 及 (5) 采购押金录得减值亏损约 6.58 亿元。

图3: 公司营业收入及同比增速



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

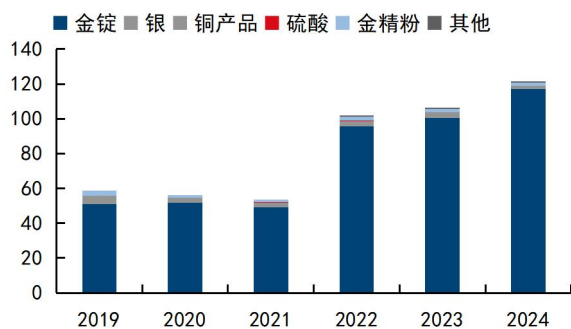
图4: 公司净利及同比增速



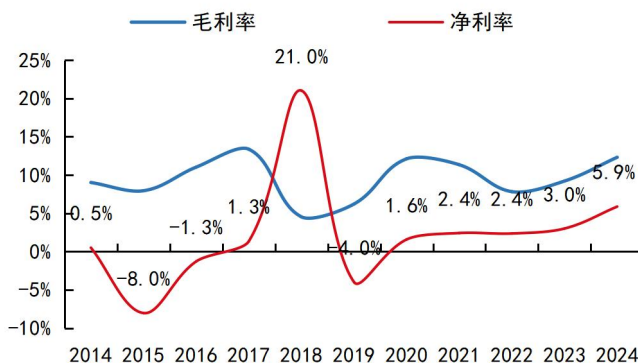
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司营业收入构成 (亿元)

图6: 公司毛利率及净利率



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

金价有望继续保持强势

美元信用：美元信用边际走弱刺激黄金需求

美元在全球外汇储备占比长期呈现下降趋势。国信策略指出：国际金融体系中的安全资产一大主要构成是主要发达国家发行的主权债券，这些债券凭借发行主体的特殊属性获得市场信任。全球官方部门依托其制度优势和税收能力构建的偿付保障机制，使得此类债券具有区别于其他金融工具的本质安全性。但近年来部分海外高收入国家财政体系的持续承压暴露出结构性矛盾。福利支出刚性增长与税收调节能力弱化形成财政收支缺口，叠加危机时期债务扩张政策的长期影响，导致主权信用基础面临侵蚀风险。美元信用承压，美元在全球外汇储备占比降至 60% 以下。

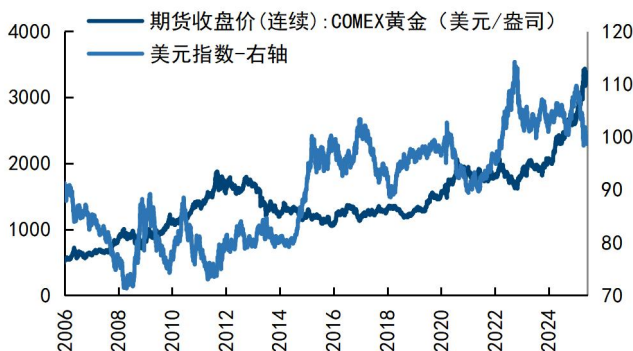
年初至今（截止至 6 月 11 日），美元指数已下跌 9.1%：6 月 11 日，美元指数跌至 98.6454，不改下降趋势，主要影响因素包括：1）美国部分宏观经济数据表现不佳，引发市场交易其衰退的风险，美联储仍处在降息的通道当中，美债利率中枢下行；2）美国财政体系持续承压；3）美国对外加征关税，美元的避险属性逐步受到市场的质疑。

图7：全球外汇储备中美元占比



资料来源：WIND，国际货币基金组织，国信证券经济研究所整理

图8：金价和美元指数的反向关系



资料来源：WIND，COMEX，国信证券经济研究所整理

央行购金：对金价形成中长期推力

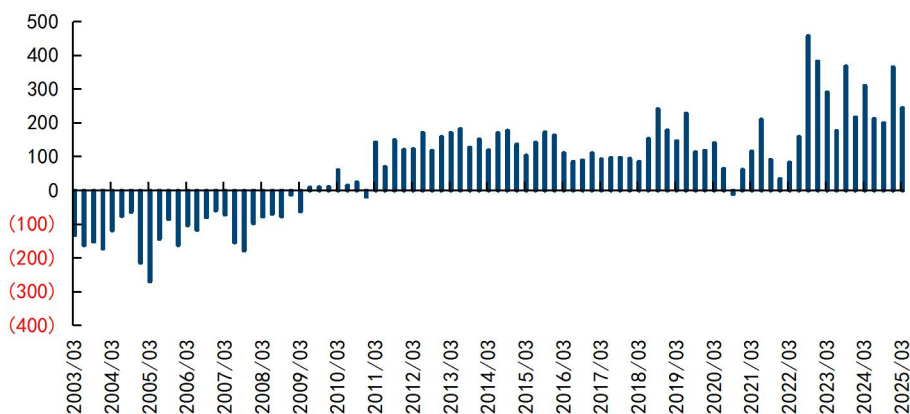
黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平。作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。近年来，全球风险事件多发，为应对逆全球化的发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。而对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。

全球央行购金量连续 3 年超过 1000 吨，远超 2010–2021 年平均 473 吨的水平。世界黄金协会数据显示，2022 年各国央行购金大幅提升，全年达 1082 吨；2023 年继续保持净购入，全年达 1037 吨，成为最强劲的需求支撑点；2024 年购金同比继续有所增长，全年达 1045 吨，其中 24Q4 单季度达到约 333 吨；新兴市场的黄金配置需求持续提升。虽然金价上涨可能会影响各国央行对黄金的需求，但净购买的长期趋势保持不变。

中国央行目前是全球第六大黄金持有国，其黄金储备政策以长期持有和阶段性增持为主，历史上极少公开出售黄金。中国央行曾于 2022 年 11 月至 2024 年 4 月连续 18 个月增持黄金，这一段期间的总增持量达到 316 吨，这一段期间金价涨幅达到约 40%；2024 年 5 月至 2024 年 10 月这 6 个月的时间暂停增持黄金；2024 年 11 月、12 月又分别增持 5.0 吨、10.3 吨黄金。**中国央行于 2024 年共增持 44 吨黄金，截止至 2024 年底，黄金储备总量约 2279.6 吨，占外汇储备比重仅 5.5%，低于世界平均水平，也远低于欧美国家平均水平。**

各国央行购金需求持续强劲，且多来自于新兴市场银行。世界黄金协会数据显示，2024 年波兰国家银行增持 90 吨黄金，是年内最大黄金买家；土耳其中央银行增持 75 吨，仍是重要的黄金买家；印度储备银行增持 73 吨，同比 2023 年（16 吨）大幅提升；除此之外还包括：伊拉克中央银行（20 吨）、乌兹别克斯坦中央银行（11 吨）、加纳中央银行（11 吨）、吉尔吉斯共和国国家银行（6 吨）、阿曼中央银行（4 吨）、俄罗斯中央银行（3 吨）以及津巴布韦中央银行（1 吨）。世界黄金协会表示，展望 2025 年地缘政治风险和经济不确定性依然会使得各央行很有可能再次将黄金作为稳定的战略资产。

图9：全球央行季度净购金量（吨）



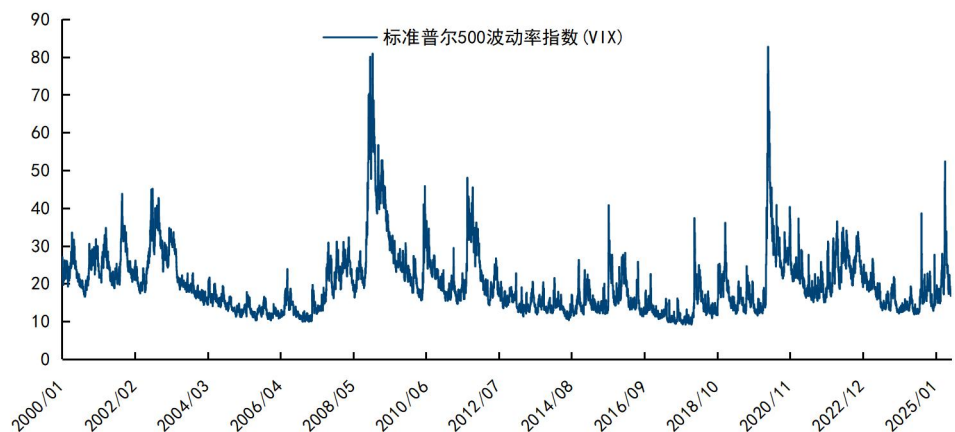
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

地缘风险：俄乌冲突和中东局势或持续扰动市场情绪

俄乌冲突：截止到目前，俄乌冲突已持续3年多时间，目前仍处于“军事拉锯”与“外交博弈”的局势中。特朗普上任之后，有意调停俄乌冲突。美俄于2月18日在沙特举行会谈（乌克兰未参与），讨论停战安排，释放缓和信号。乌克兰总统泽连斯基于2月28日到访白宫，并与特朗普会面，双方发生激烈争吵，未签署美乌矿产协议；在此之后，特朗普正式指令国防部，中止一切对乌克兰的军事援助，包括拜登时期已经签署、即将发运的所有军事援助物资，都要停运，直到乌克兰领导人展现出足够的和平意愿为止。欧盟特别峰会于3月6日在比利时布鲁塞尔举行，欧盟各成员国领导人就进一步支持乌克兰达成了协议。俄乌双方在核心诉求方面的差异，以及美国和欧盟对乌克兰援助政策的持续性，均有较大的不确定性，使得和平进程仍举步维艰。

中东局势：截止到目前，中东局势仍呈现高度复杂性和不确定性：1）巴以冲突，尽管国际社会推动加沙停火谈判，但 Hamas 与以色列在关键条件上互不让步；2）也门与红海危机，2025年3月美国宣布对胡塞武装发动“致命打击”，目标是保障红海航运安全；3）叙利亚局势，2024年12月叙利亚过渡政府正式接管权力，2025年3月叙利亚发生大规模暴力事件，国内派系斗争，叠加外部势力的利益争夺，使得其和平前景渺茫。

图10: VIX 恐慌指数走势



资料来源：WIND，芝加哥期权交易所，国信证券经济研究所整理

公司坐拥高品位金矿，产量存增长预期

公司目前拥有五大矿山生产基地和一个冶炼加工企业，即河南灵宝南山、河南南阳桐柏兴源、新疆哈巴河华泰、内蒙古赤峰金蟾、吉国富金和河南灵宝黄金冶炼分公司。

公司目前拥有五大矿山生产基地和一个冶炼加工企业，即河南灵宝南山、河南南阳桐柏兴源、新疆哈巴河华泰、内蒙古赤峰金蟾、吉国富金和河南灵宝黄金冶炼分公司。其中河南灵宝南山和冶炼业务为分公司运营，其他四座矿山均设立子公司，股权关系如下。

表2: 公司矿山和冶炼厂

序号	公司	业务	归属关系	产能	权益比例
1	冶炼分公司	黄金冶炼	分公司	年产黄金 30 吨、白银 30 吨、硫酸 10 万吨、电解铜 1.5 万吨	100%
2	南山分公司	黄金矿山	分公司	选矿厂 1300 吨/天，年产黄金 2.5 吨	100%
3	桐柏兴源公司	黄金矿山	子公司	选矿厂 1300 吨/天，年产黄金 1.5 吨	100%

4	赤峰金蟾公司	黄金矿山	子公司	选矿厂 500 吨/天, 年产黄金 1.5 吨	100%
5	哈巴河华泰公司	黄金矿山	子公司	选矿厂 2500 吨/天, 年产黄金 1 吨	100%
6	吉国富金公司	黄金矿山	子公司	选矿厂 1500 吨/天, 年产黄金 1 吨	82%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

金矿平均品位高达 5.56 克/吨

公司矿山资源分别位于中国河南、新疆、江西、内蒙古及甘肃及吉尔吉斯，拥有 37 个采矿权及勘探权，总探采面积达 216.04 平方公里，截至 2024 年底，公司总黄金储备资源量约 131.81 吨（约 4.1 百万盎司），冶炼金锭产量约 20.9 吨，其中矿山产量约 5.2 吨，计算自给率 24.8%。以下为公司截至 2024 年黄金资源量表：

表3：公司黄金资源量

序号	矿山(项目)名称	单位	探明	控制	推断
1	河南灵金一矿	矿石量 (t)	567877	1613126	3053862
		品位 (g/t)	7.21	6.4	5.41
		金属量 (kg)	4095	10330	16,513
2	河南红土岭金矿	矿石量 (t)		116856	113120
		品位 (g/t)		4.79	4.75
		金属量 (kg)		560	537
3	河南鸿鑫一矿	矿石量 (t)		113027	36065
		品位 (g/t)		4.41	3.88
		金属量 (kg)		499	140
4	河南灵金二矿	矿石量 (t)		691058	364941
		品位 (g/t)		7.44	7.42
		金属量 (kg)		5144	2707
5	河南灵金三矿	矿石量 (t)		126395	131354
		品位 (g/t)		5.6	4.62
		金属量 (kg)		708	607
6	河南桐柏老湾金矿区（彭家老庄矿段）	矿石量 (t)		102752	532739
		品位 (g/t)		4.5	4.69
		金属量 (kg)		462	2497
7	河南桐柏老湾金矿区（上上河矿段）	矿石量 (t)		219037	306701
		品位 (g/t)		4.52	4.88
		金属量 (kg)		990	1496
8	河南桐柏老湾金矿区（上上河外围矿段）	矿石量 (t)		1204869	2344452
		品位 (g/t)		6.14	4.96
		金属量 (kg)		7392	11623
9	河南桐柏老湾金矿区（老湾矿段）	矿石量 (t)		138124.00	116534
		品位 (g/t)		4.32	3.42
		金属量 (kg)		597.00	399
10	河南桐柏老湾金矿区（老湾东矿段）	矿石量 (t)	109630	546523	183762
		品位 (g/t)	6.86	7.23	7.69
		金属量 (kg)	752	3950	1414
11	新疆多拉纳萨依金矿	矿石量 (t)	471597	2376955	1627728
		品位 (g/t)	1.87	2.26	2.27
		金属量 (kg)	882	5361	3696
12	新疆多拉纳萨依金矿深部	矿石量 (t)			
		品位 (g/t)			
		金属量 (kg)			
13	新疆多拉纳萨依金矿外围	矿石量 (t)			129803
		品位 (g/t)			5.18
		金属量 (kg)			672

14	新疆托库孜巴依金矿	矿石量(t)		88259	116495
		品位(g/t)		5. 05	7. 79
		金属量(kg)		446	901
15	新疆托库孜巴依金矿深部	矿石量(t)		21828	318909
		品位(g/t)		4. 76	4. 9
		金属量(kg)		104	1563
16	内蒙金蟾山金矿	矿石量(t)	30048	485106	299638
		品位(g/t)	8. 72	5	5. 03
		金属量(kg)	262	2424	1506
17	内蒙水泉沟金矿	矿石量(t)			746112
		品位(g/t)			10. 13
		金属量(kg)			7560
国内金属量合计		金属量(kg)	5991	38967	53831
18	吉国伊士坦贝尔德金矿上部	矿石量(t)		545667	1409377
		品位(g/t)		9. 32	6. 71
		金属量(kg)		5083	9457
19	吉国伊士坦贝尔德金矿东部	矿石量(t)		101075	1560364
		品位(g/t)		7. 96	6. 64
		金属量(kg)		805	10359
20	吉国伊士坦贝尔德金矿	矿石量(t)		6228	630789
		品位(g/t)		10. 92	11. 49
		金属量(kg)		68	7250
国外金属量合计		金属量(kg)		5956	27066
总金属量			5991	44923	80897

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司核心矿区位于小秦岭成矿带，资源禀赋好。根据测算，截至 2024 年，公司矿石量合计 2370 万吨，金金属资源量 131.8 吨，经计算，平均金品位高达 5.56 克/吨，属于高品位金矿，可媲美全球前 50 座最大金矿的平均品位 5.3 克/吨，显著高于行业均值。

矿山形成日采选矿石 7000 吨规模

公司采矿业务主要包括销售金精粉及合质金，大部分金精粉及合质金均销售予内部冶炼厂。目前矿山产能仍未满产，随着扩产扩产能及技术改造，现有矿山在 5 年内将保持每年 10%以上的产量增速。

南山分公司。南山分公司位于河南省灵宝市朱阳镇，距离灵宝市区 50 公里，西与陕西省洛南县接壤，成立于 2013 年 6 月。南山分公司矿权面积 38.4 平方公里，分为灵金一矿、灵金二矿、灵金三矿，辖枪马、峇鑫两个矿区，现有在岗员工 400 人。采用浮工艺，现有三个选矿厂选矿规模 1300 吨/日，年产黄金 2.5 吨以上。

桐柏兴源公司。兴源矿业有限公司位于桐柏县淮源镇老湾村，东南距桐柏县城 20km，前身为“老湾金矿”，始建于 1977 年 10 月，2005 年 1 月收购为全资子公司，目前是灵宝黄金集团实施区外开发战略较为成功的企业之一，近年来在绿色矿山创建上效果显著，被评为“国家级绿色矿山单位”。现有员工 358 人，采用浮工艺，选矿规模 1300 吨/日，年产黄金 1.5 吨以上。

赤峰金蟾公司。金蟾矿业有限公司位于赤峰市喀喇沁旗境内，前身为喀喇沁旗大水清金矿，始建于 1975 年，2007 年 3 月，由公司整体收购为其全资子公司。现有员工 240 人，资源开采以竖井开拓方式为主，选矿工艺采用浮选工艺，最终产品为金精粉。选矿规模为 500 吨/日，年产黄金 300 公斤以上。

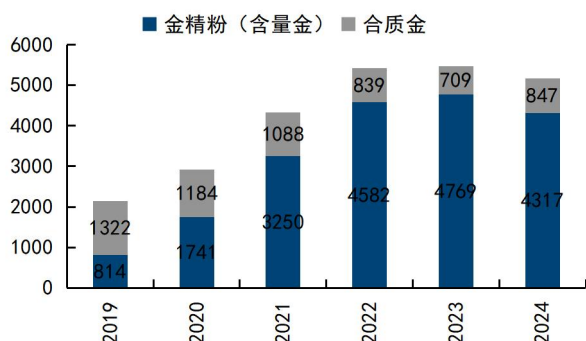
哈巴河华泰公司。哈巴河华泰黄金有限责任公司成立于 2004 年 5 月，为公司独资

子公司，注册资本 1 亿元，是一家采选冶一体化的矿业公司。公司在册干部职工 430 多人，在哈巴河县拥有采矿区面积 6.116 平方公里，勘探区面积 25.49 平方公里，合作探矿区面积 4.28 余平方公里。采用全泥氰化、炭浆吸附的选金工艺，选矿规模为 2500 吨/日，年产黄金 1 吨以上。

吉国富金公司。位于吉尔吉斯斯坦的富金矿业有限公司是公司第一个收购、开发、建设的国外黄金企业。为落实中吉两国政府之间“资源换项目”，2007 年 6 月 27 日，富金公司在吉尔吉斯斯坦由灵宝黄金、中国路桥工程有限责任公司、新疆灵玺投资有限公司三家股东合资成立，注册资本金为 3330 万索姆。采用磨浮+炭浆吸附，选矿规模为 1500 吨/日，年产黄金 1 吨。

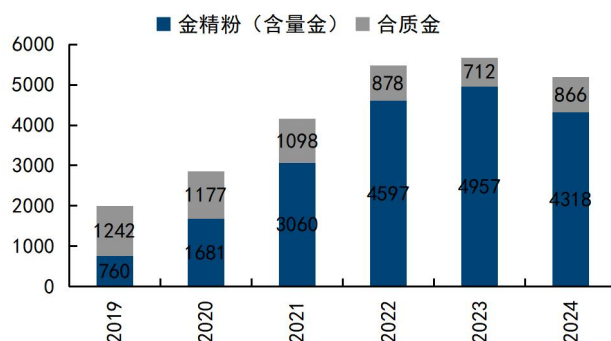
2024 年公司生产金精粉及合质金 5.2 吨，较 2023 年减少 0.3 吨，降幅 5.73%，核心系冶炼分公司实施产能调整、合并浸金系统，优化资源配置。

图11：采矿分部金产量（千克）



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：采矿分部金销量（千克）



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

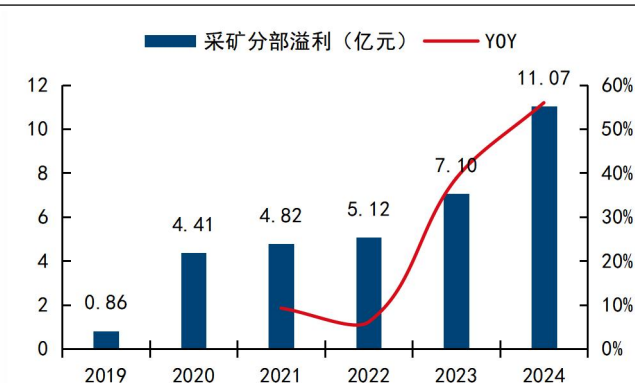
受益于金价上涨，2024 年采矿分部溢利大幅增长 56%。采矿分部 2024 年总收入为 25.7 亿元，同比增加 7.81%，受黄金价格上涨影响较大。其中，来自中国境内的收入为 23.1 亿元，来自吉国的收入为 2.6 亿元。按地区来看，河南、新疆、吉国及内蒙收入占采矿分部总收入分别约 69.3%、14.98%、10%及 5.72%。采矿分部合质金生产增加约 138 公斤至约 847 公斤，金精粉生产减少约 452 公斤至约 4317 公斤。采矿分部溢利总额 11.1 亿元，同比增加约 55.96%。其中，来自中国境内溢利为约人民币 11.0 亿元；吉国采矿扭亏为盈，录得溢利 0.11 亿元，主要系富金公司通过加强采场管理，科学调整采矿方法，提高选矿回收率，修旧利废，节能降耗降成本等方法，扭亏为盈，由 2023 年的 1.0 亿元的亏损，变成 2024 年 0.11 亿元的溢利。公司采矿分部的采掘及选矿效率较 2023 年有所提升，导致整体收益及溢利有所增加。

图13: 采矿分部营业收入及同比增速



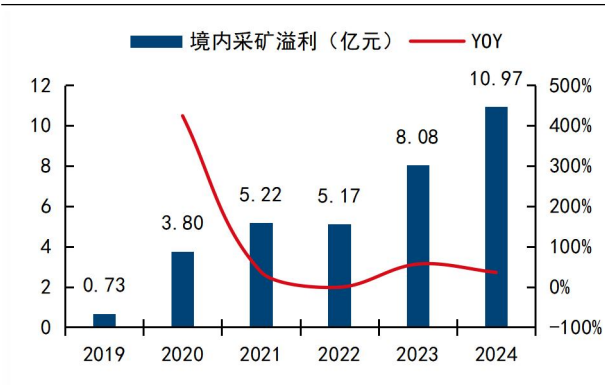
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 采矿分部溢利及同比增速



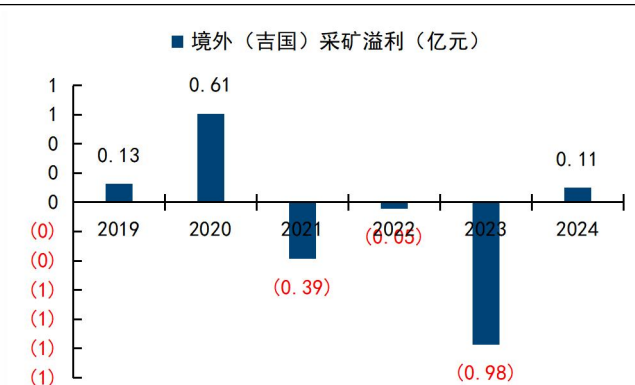
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 境内采矿分部溢利及同比增速



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

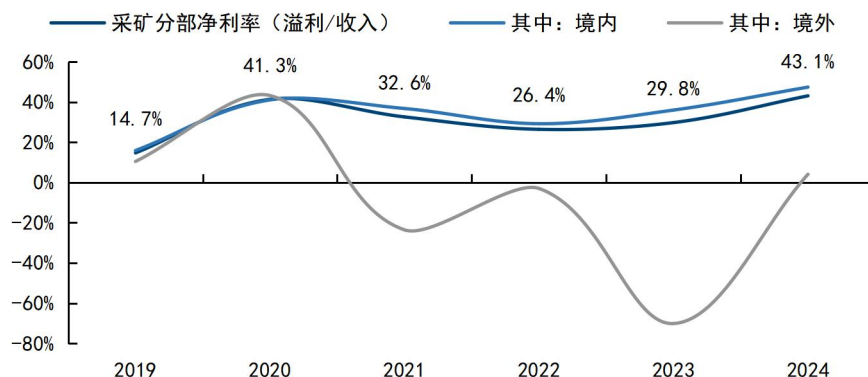
图16: 境外（吉国）采矿分部溢利



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

近年来采矿业务净利率稳定增长，2024 年净利率为 43.1%，相较 2023 年的 29.8% 有显著增长。其中境内采矿分部净利率 47.4%，境外采矿分部净利率 4.1%，主要受惠于金价上升以及公司多措并举，全力克服上半年政策和基建改造影响，下半年全力赶产，选矿采矿技术优化提升。

图17: 采矿分部净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

冶炼分公司实现扭亏为盈

公司冶炼厂位于河南省，能综合回收金、银、铜产品及硫酸，其主要产品包括金锭、银、铜产品及硫酸。黄金冶炼分公司是公司的核心企业，占地 400 亩，固定资产总投资 7 亿元，现有员工 900 人。企业以金精矿为主要原料，采用先进的金精矿浆式进料，沸腾炉酸化焙烧 SO_2 烟气制酸，酸浸提铜，萃取—电积生产电解铜，氰化浸出、锌粉置换提取金、银，电解法精炼铸造金锭的工艺技术，主要产品有“灵金”牌国标金锭，白银、电解铜、工业硫酸等。冶炼业务年产黄金 30 吨、白银 30 吨、硫酸 10 万吨、电解铜 1.5 万吨。

2024 年公司生产金锭 20.9 吨，较 2023 年减少 1.7 吨，核心系冶炼分公司实施产能调整、合并浸金系统，优化资源配置。

图18: 冶炼分部金锭产量



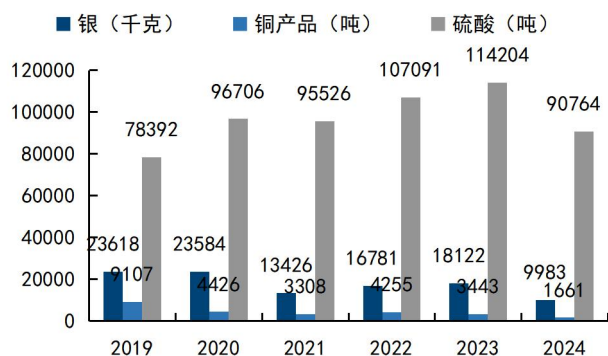
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 冶炼分部金锭销量



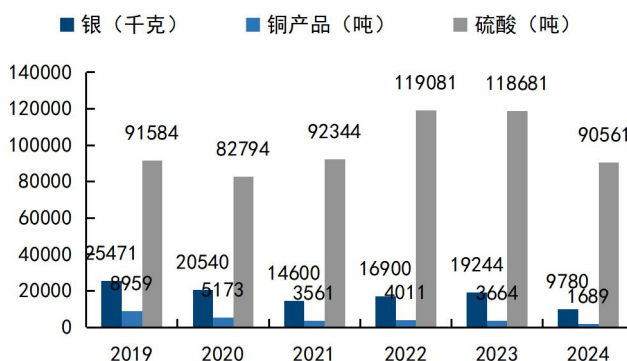
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图20: 冶炼分部银、铜、硫酸产量



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 冶炼分部银、铜、硫酸销量



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

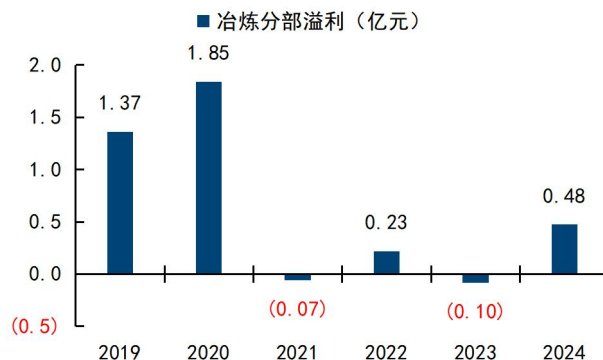
2024 年冶炼分部成功扭亏为盈，录得溢利约 4827 万元人民币。公司 2024 年的冶炼分部总收入约为 120.4 亿元，同比增加 13.42%。2024 年通过统筹调整产能、普通矿焙烧转型及合并两套浸金系统，优化资源配置；围绕“提高效率、提高效能、提增效益”目标，强化生产组织，精细化金属平衡管理，紧抓降本增效提高产品毛利。回看历史数据，2021 年的冶炼分部总收入有所下降，溢利转负，主要由于冶炼厂附近的道路于 2021 年 3 月上旬开始进行维修工程，为期接近 2 个月，导致冶炼厂的运输于此期间受到影响，不能正常营运；以及受市场影响探投原料金金属品位下降，通过金精粉加工的金锭数量减少，金锭产量减少 526 公斤；另外，国际黄金价格于 2021 年上半年大幅下跌，导致冶炼分部收入有所减少。

图22: 冶炼分部营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

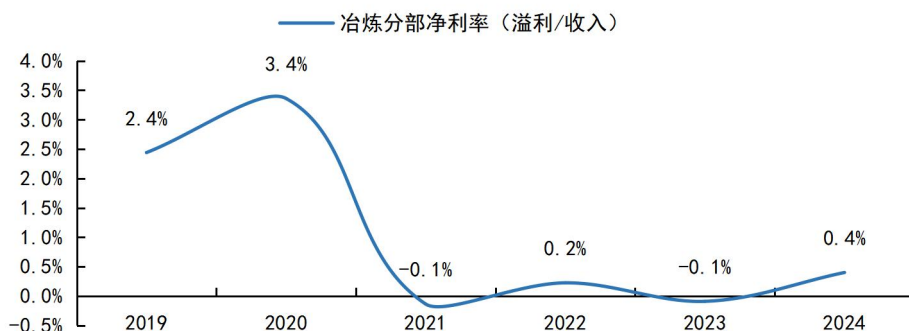
图23: 冶炼分部溢利



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

根据测算，近年来冶炼业务呈现微利运营态势，2024 年净利率为 0.4%。

图24: 冶炼分部净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析

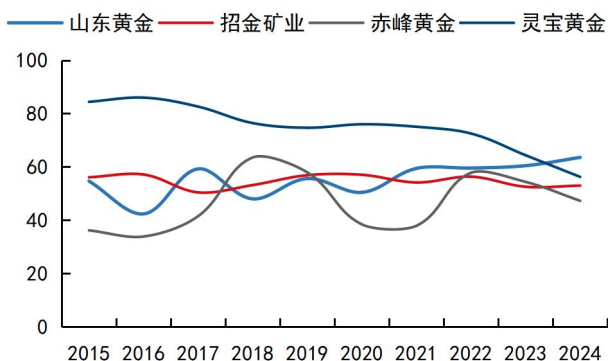
资本结构及偿债能力分析

通过对公司资债结构、经营效率、偿债能力、盈利能力和成长性进行分析, 我们认为公司资债结构较好、盈利能力强、成长性较好。

2024 年公司资产负债率 56.2%, 有息负债率 43.9%; 资产负债率整体处于同类公司较高水平, 有息负债率较高, 不过近几年处于下降过程中。

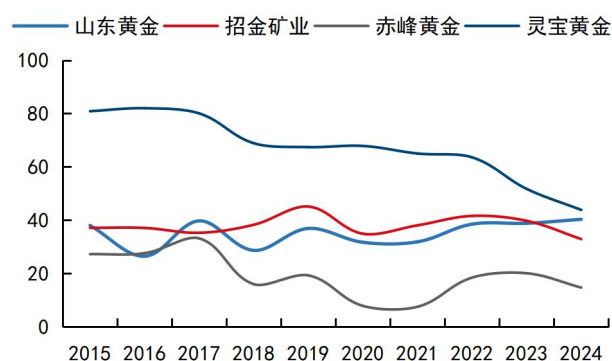
公司 2024 年流动比率 0.99、速动比率 0.45, 均处于同业中等水平; 2024 年权益乘数 2.3。

图25: 可比公司资产负债率



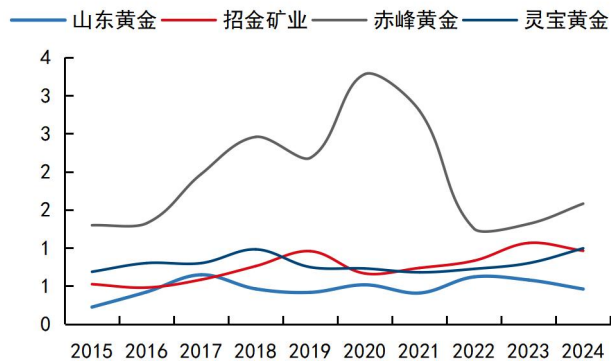
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图26: 可比公司有息负债率



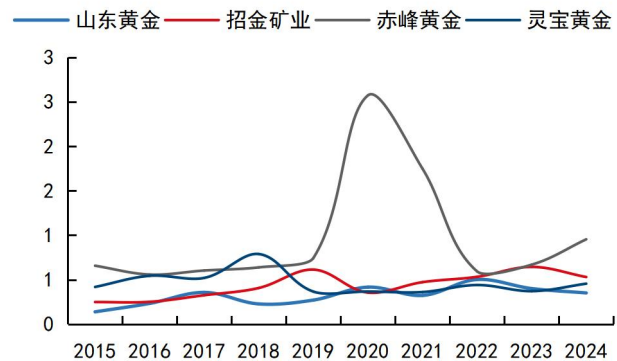
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 可比公司流动比率



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 可比公司速动比率

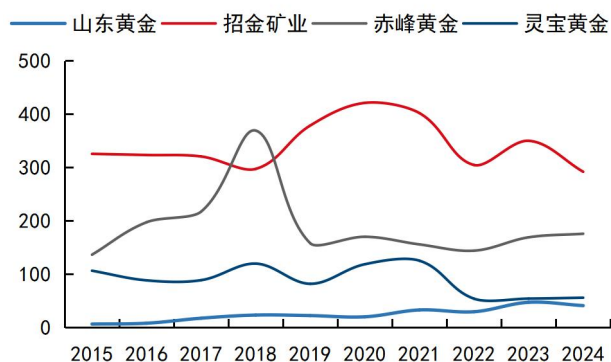


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营效率分析

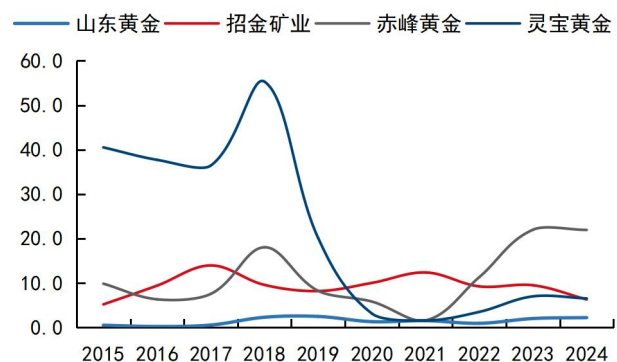
2024 年公司总资产周转率 1.7, 显著优于同业, 存货周转率 6.5, 应收账款周转率 55.1, 对应周转天数分别为 213/56/55 天, 处于行业较好水平。过去几年公司稳健经营, 总资产周转率、存货周转率、账款周转率一直处于较好水平。

图29: 存货周转天数



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30: 应收账款周转天数

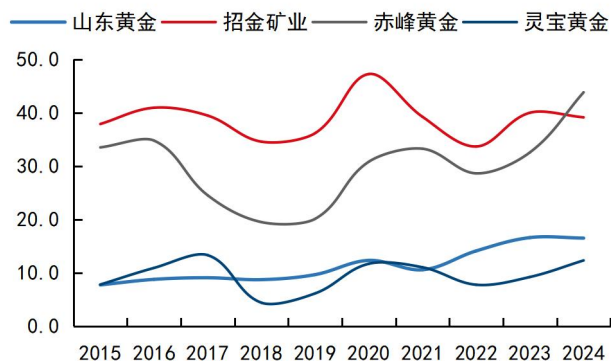


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

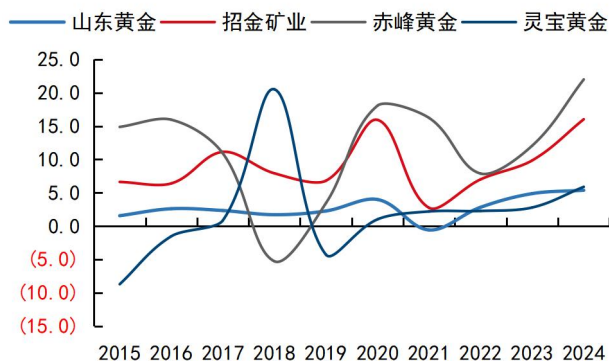
2024 年公司毛利率、净利润率分别为 12.3%、5.9%, 低于同业的原因系业务结构差异。分业务来看, 公司低毛利率的冶炼业务营收达到 120 亿, 而高毛利率的采矿分部营收 26 亿, 占营收比重较小。若关注黄金矿产业务毛利, 公司处于中上水平。2024 年公司矿产金业务净利率高达 43.1%, 其中境内采矿净利率更到达 47.4%, 而 2024 年赤峰黄金矿产金业务毛利率 46.96%, 山东黄金自产金业务毛利率 47.05%。2019 年起, 公司净利率稳步抬升, 2018 年净利率异常高位, 系公司在 2018 年 8 月以 25.58 亿元出售其持有的灵宝华鑫铜箔 100% 股权所致, 交易产生的 16.68 亿元投资收益推高净利, 属于非经常性资产处置收益; 而剥离铜箔业务之后, 减少了亏损来源, 聚焦黄金主业。

图31: 可比公司毛利率



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

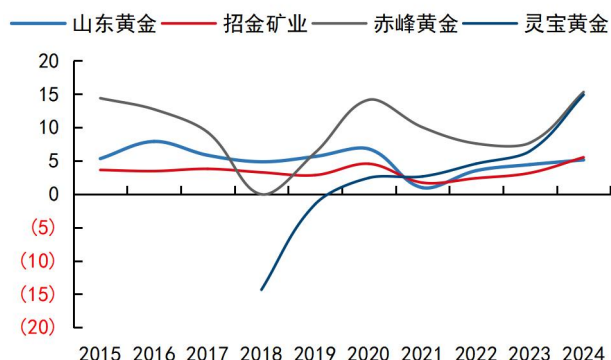
图32: 可比公司净利率



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

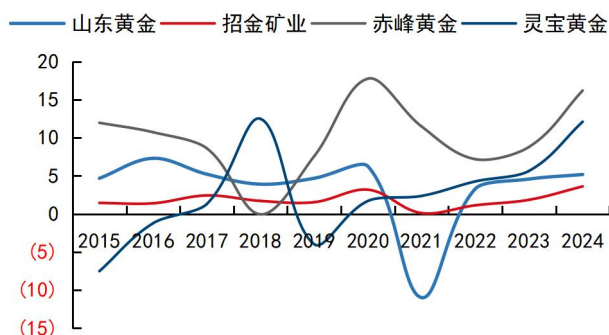
2024 年公司总资产收益率为 14.9%，处于同业高位，盈利能力强，投入资本回报率（ROIC）12.1%。综合比较而言，公司的盈利能力领先同业。

图33: 可比公司总资产收益率



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图34: 可比公司投入资本回报率

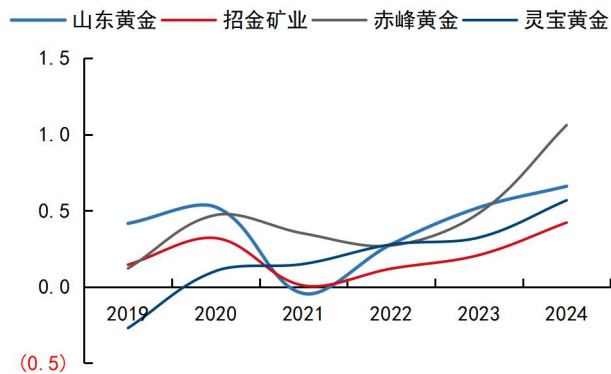


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

成长性分析

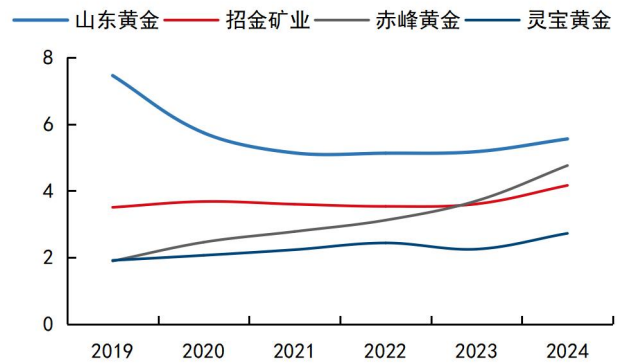
随着黄金价格上涨和黄金产量迈入新阶段, 公司的收入和利润规模增长表现突出, 2021-2024 年公司收入复合增速 30.6%, 归母净利复合增速 81.1%。2024 年每股收益 0.57 元, 每股净资产 2.72 元。

图35: 公司 EPS



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图36: 公司每股净资产



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

按假设前提,我们预计公司未来3年年归母净利润15.5/16.5/17.6亿元,增速分别为122%/6%/7%。每股收益2025-2027年分别为1.20/1.28/1.37元。

采矿分部: 公司未来战略目标是集中探矿和扩大矿山生产规模,继续收购有潜力黄金资源。公司矿山品位在行业中属于较高水平,目前拥有日采选矿石能力7000吨,产能尚未打满,预计后续产能利用率逐年抬升;此外,公司于2024年上半年进行基建改造,选矿采矿技术优化提升。预计2025-2027年实现矿山金矿产出逐年增长,采矿分部黄金产量分别达到6.5吨,7.1吨,7.8吨。2024年贵金属价格强势上行,金价银价屡创历史新高,公司2024年采矿分部净利率达到43.1%,较2023年的29.8%显著上行。截止2025年6月上旬,黄金价格超770元/克,较2024年底涨幅高达26.0%。中东局势紧张;俄乌冲突尚未出现明显进展,这些因素导致资金流向避险资产,预计后续金价维持高位。在矿端成本较为稳定的情况下,高企的金价将显著增厚黄金业务毛利,推升今年毛利率和净利率。价格方面,预计黄金价格维持高位,2025-2027年均价为750元/克。我们预计采矿分部(内部抵消前)2025-2027年营收为44/48/53亿元,净利率为50.6%、49.4%、48.3%,未来三年逐年下降系假设金价维持高位预期的情况下,金矿成本跟随通胀预期每年小幅上移,对应溢利22/24/25亿元。

冶炼分部: 公司冶炼分公司具备冶炼金30吨,白银30吨,硫酸10万吨,电解铜1.5万吨的生产能力。2024年公司生产金锭20.9吨,生产银10.0吨,铜产品1661吨,硫酸9.1万吨,后续仍有提升空间。我们预计冶炼分部2025-2027年营收为178/196/216亿元,净利率维持0.4%,对应净利0.7/0.8/0.9亿元。

表4: 灵宝黄金业务拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
采矿分部(未抵消)					
收入(亿元)	23.85	25.72	43.88	47.93	52.65
增速		7.81%	70.61%	9.23%	9.86%
溢利(亿元)	7.10	11.07	22.18	23.70	25.45
增速		55.96%	100.30%	6.83%	7.39%
溢利率	29.77%	43.06%	50.56%	49.44%	48.33%
冶炼分部(未抵消)					

收入（亿元）	106.19	120.43	178.32	196.15	215.77
增速		13.42%	48.06%	10.00%	10.00%
溢利（亿元）	(0.10)	0.48	0.71	0.79	0.86
增速		-608.09%	48.06%	10.00%	10.00%
溢利率	-0.09%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
合计(抵消后)					
总营收（亿元）	105.34	118.67	176.03	193.86	213.47
增速		12.65%	48.34%	10.13%	10.12%
毛利（亿元）	9.70	14.62	25.00	26.77	28.79
增速		50.73%	71.02%	7.06%	7.57%
毛利率	9.21%	12.32%	14.20%	13.81%	13.49%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年营收176/194/213亿元，同比+48.34%/10.13%/10.12%，毛利率14.20%/13.81%/13.49%，毛利25/27/29亿元，同比+71.02%/7.06%/7.57%。今年毛利率大幅提升系黄金价格较2024年显著上行。

未来3年业绩预测

表5：未来3年盈利预测表（百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11867	17603	19386	21348
营业成本	10405	15103	16709	18468
销售费用	8	11	12	14
管理费用	543	939	1011	1089
财务费用	(113)	69	66	62
营业利润	912	2025	2151	2301
利润总额	912	2025	2151	2301
归属于母公司净利润	698	1550	1647	1761
EPS	0.54	1.20	1.28	1.37
ROE	21%	31%	25%	21%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司2025-2027年收入分别为176/194/213亿元，归属母公司净利润15.5/16.5/17.6亿元，利润年增速分别为122%/6%/7%。每股收益2025-2027年分别为1.20/1.28/1.37元。

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在12.9-14.6港元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

估值分析

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：11.6-14.6港元/股

未来10年估值假设条件见下表：

表6: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	48.3%	10.1%	10.1%	9.1%	8.2%	7.4%	6.6%	6.0%	5.4%	4.8%
营业成本/营业收入	85.8%	86.2%	86.5%	86.5%	86.5%	86.5%	86.5%	86.5%	86.5%	86.5%
管理费用/营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
销售费用/销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
所得税税率	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

表7: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.31	T	23.33%
无风险利率	1.62%	Ka	8.82%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	1.50
公司股价 (元)	11.9	Ke	9.89%
发行在外股数 (百万)	1287	E/(D+E)	83.80%
股票市值 (E, 百万元)	13256	D/(D+E)	16.20%
债务总额 (D, 百万元)	2563	WACC	8.78%
Kd	4.00%	永续增长率 (10年后)	1%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件,采用 FCFF 估值方法,得出公司目标股价区间为 10.8–13.6 元人民币/股,折 11.6–14.6 港币/股。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,下表为敏感性分析。

表8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.8%	8.3%	8.78%	9.3%	9.8%
永续 增长 率变 化	1.5%	16.46	14.98	13.70	12.59	11.61
	1.0%	15.57	14.24	13.08	12.07	11.17
	0.5%	14.81	13.60	12.54	11.61	10.78
	0.0%	14.14	13.04	12.06	11.20	10.43
	-0.5%	13.55	12.54	11.63	10.83	10.11
	-1.0%	13.03	12.09	11.25	10.50	9.82
	-1.5%	12.57	11.69	10.90	10.20	9.55

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 12.9–16.8 港元/股

我们选取以黄金采选冶为主要业务的 A 股黄金龙头企业山东黄金、赤峰黄金,港股招金矿业作为可比公司。**山东黄金**是中国境内矿产金产量最高的上市公司,截至 2024 年末,保有黄金权益资源量 2058 吨,当年矿产金产量 46.17 吨 (+10.5%),规划 2025 年达到 50 吨;**赤峰黄金** 2024 年黄金资源量 390 吨,当年矿产金产量 15.16 吨 (+5.60%),规划 2025 年产量达到 16.7 吨;**招金矿业** 2024 年保有黄金资源量 1446 吨,当年矿产金产量 18.34 吨 (+4.3%),规划 2025 年达到 20 吨。

表9: 可比公司资源情况比较

可比公司名称	股票代码	2024 年黄金资源量 (吨)	2024 年矿产金产量(吨)	静态开采年限
山东黄金	600547. SH	2058 (权益)	46. 17 (权益)	44. 6
招金矿业	1818. HK	1446	18. 34	78. 8
赤峰黄金	600988. SH	390	15. 16	25. 7
灵宝黄金	3330. HK	132	5. 20	25. 3

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

截至 6 月 17 日收盘, 上述三家公司 2025 年平均 PE 为 21. 4x, 和公司静态开采年限较为接近的赤峰黄金 2025 年 PE 为 18. 0x, 考虑到龙头企业通常具有更稳定的业绩表现以及长期价值投资者占比更高, 估值或较其他企业稍高; 根据公司产能规划, 预计未来 5 年黄金产量持续提升, 资源内生和外延将同时进行, 考虑到公司业务结构和成长性, 我们认为 PE10-13x 估值较为合理, 对应 2025 年股价区间 12. 0-15. 7 元人民币/股, 折 12. 9-16. 8 港元/股。

表10: 同类公司估值比较 (数据截至 2025 年 6 月 17 日收盘)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600547.SH	山东黄金	优于大市	31.38	1339	1.28	1.49	24.5	21.1
1818.HK	招金矿业	-	20.60	730	0.88	1.09	21.7	17.6
600988.SH	赤峰黄金	优于大市	28.19	534	1.57	1.75	18.0	16.1
	平均值						21.4	18.3
3330.HK	灵宝黄金	优于大市	10.30	133	1.20	1.28	8.0	7.5

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测, 招金矿业 EPS 数据来自 WIND 一致预期, 招金矿业和灵宝黄金 EPS 以人民币表示, 收盘价以港币表示, PE 计算时按照 1 港币兑 0. 93200 人民币汇率兑换。

投资建议

综合上述估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 12. 9-14. 6 港币之间, 今年动态市盈率 10. 0-11. 3 倍, 相对于公司目前股价有 25%-42%空间。考虑公司较好的成长性, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司合理估值在 12.9-14.6 港元/股之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.62%、风险溢价 5.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，考虑到公司自身在生产经营等各方面存在明显的竞争优势，最终给予公司 2025 年 10.0-11.3 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 14%/14%/13%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- 2、我们预计公司未来 3 年金矿产量增速保持 10%，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- 3、公司盈利受黄金价格影响较大，我们预计未来 3 年金价均为 750 元/克，若由于形势变化，黄金价格大大低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

行业周期波动的风险

基于对产业格局和供需基本面的判断，我们认为黄金近期维持高位震荡的态势，主要受地缘政治风险、货币政策预期以及市场避险情绪等多重因素支撑。若后续支撑减弱，黄金价格或低于预期，导致盈利预测偏高。

经营风险

公司在生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

治理风险

公司历史股权结构变更、配售频繁，或存在较复杂的股权结构。

政治风险

公司子公司富金矿业位于吉国，所得税、资源税等政策当地政府具有较大话语权，矿业法、税法、外资审查条例等的不稳定性或构成潜在风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	257	280	971	2319	3700	营业收入	10534	11867	17603	19386	21348
应收款项	414	476	723	797	877	营业成本	9564	10405	15103	16709	18468
存货净额	1591	1633	2432	2693	2978	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	700	620	880	969	1067	销售费用	9	8	11	12	14
流动资产合计	2965	3009	5006	6778	8623	管理费用	449	543	939	1011	1089
固定资产	2383	2709	2900	3072	3246	财务费用	(133)	(113)	69	66	62
无形资产及其他	1024	941	806	681	566	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	459	512	512	512	512	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	5	44	44	94	144	其他收入	(228)	(112)	545	563	587
资产总计	6836	7215	9268	11137	13091	营业利润	417	912	2025	2151	2301
短期借款及交易性金融负债	2725	2082	2000	2000	2000	营业外净收支	1	0	0	0	0
应付款项	481	613	892	987	1092	利润总额	418	912	2025	2151	2301
其他流动负债	501	330	478	529	585	所得税费用	124	213	472	502	537
流动负债合计	3706	3025	3369	3516	3677	少数股东损益	(24)	1	3	3	3
长期借款及应付债券	128	563	563	563	563	归属于母公司净利润	318	698	1550	1647	1761
其他长期负债	565	469	625	698	728						
长期负债合计	693	1032	1188	1261	1291	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4400	4057	4557	4777	4967	净利润	318	698	1550	1647	1761
少数股东权益	(226)	(228)	(225)	(222)	(220)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2662	3386	4936	6582	8343	折旧摊销	276	353	545	563	587
负债和股东权益总计	6836	7215	9268	11137	13091	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(133)	(113)	69	66	62
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	555	(211)	(724)	(204)	(273)
每股收益	0.25	0.54	1.20	1.28	1.37	其它	(24)	1	3	3	3
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1125	841	1372	2009	2077
每股净资产	2.07	2.63	3.84	5.11	6.48	资本开支	0	(583)	(600)	(610)	(646)
ROIC	8%	14%	22%	22%	22%	其它投资现金流	(3)	3	0	0	0
ROE	12%	21%	31%	25%	21%	投资活动现金流	22	(618)	(600)	(660)	(696)
毛利率	9%	12%	14%	14%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	8%	9%	9%	8%	负债净变化	28	435	0	0	0
EBITDA Margin	7%	11%	12%	11%	11%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	4%	13%	48%	10%	10%	其它融资现金流	(1119)	(1069)	(82)	0	0
净利润增长率	32%	119%	122%	6%	7%	融资活动现金流	(1063)	(200)	(82)	0	0
资产负债率	61%	53%	47%	41%	36%	现金净变动	84	23	691	1349	1381
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	173	257	280	971	2319
P/E	38.8	17.7	8.0	7.5	7.0	货币资金的期末余额	257	280	971	2319	3700
P/B	4.6	3.6	2.5	1.9	1.5	企业自由现金流	0	258	408	1017	1029
EV/EBITDA	22	14	9	8	8	权益自由现金流	0	(290)	273	967	981

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032