

中国黄金国际（02099）

证券研究报告

2025 年 07 月 17 日

金铜双擎，涅槃重生

央企控股的金铜平台，坐拥优质资源

中国黄金国际资源有限公司是中国黄金集团的海外上市旗舰企业，专注于黄金和铜等矿产资源的勘探、开采和开发。作为中国黄金集团旗下唯一的海外上市平台，公司依托集团强大的资源与技术支持，形成以甲玛铜金矿和长山壕金矿为核心的业务布局，经营规模和市场地位稳居行业前列。

长山壕矿稳健，甲玛矿增储扩产，产量增长潜力充沛

长山壕矿预计贡献稳定产量。长山壕矿拥有黄金资源量 158.57 吨，储量为 15.02 吨（截至 2024 年），储采比 4.4 年。尽管逐步接近矿山寿命末期，公司通过边坡治理、优化生产工艺和加强管理，2024 年仍实现黄金产量约 3.4 吨，销售收入为 2.47 亿美元。未来计划将产量维持在 2.4-2.6 吨，并展现出一定增量潜力。

甲玛矿“三步走”规划赋能，有望提产 50%+。甲玛矿主产铜、金、银等多金属，拥有铜储量 207.5 万吨、金储量 55.7 吨（截至 2024 年底），以 25 年产量指引为基准（2.225 吨黄金，6.5 万吨铜），甲玛矿的黄金储采比为 25.03 年，铜储采比为 31.9 年，其资源量与储量表现出较高的开发潜力。2023 年甲玛矿因尾矿库事故停产后，于 2024 年 5 月逐步恢复至 3.4 万吨/日采选量。未来计划通过三期尾矿库建设（2027 年投产）+采矿许可证扩容+周边勘探开发“三步走”规划，进一步提升产能至 5 万吨/日及以上，较现有产能提产 50%+。

金铜供需改善与宏观利好，共促企业价值提升

黄金方面，美元信用弱化仍是金价上行的主推动力。近期美国信用评级下调+大规模财政支出法案推出+日美国债拍卖遇冷，反映出美国松散的财政纪律增加了市场的担忧。在当前高通胀+高利率+高债务的组合下，对私营部门的挤出效应或将使美国“硬数据”逐渐恶化。目前美元与美债收益率初现分化趋势，市场对于 MMT 的持续性担忧加重或将进一步弱化美元，而各国央行持续增持黄金以分散美元风险，进一步支撑金价。2024 年 COMEX 黄金价格上涨 27.08%，预计 2025 年在通胀与债务货币化风险等多重因素推动下，金价将继续保持上行。

铜行业：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移。供给端，铜矿资本开支下行&资源贫乏塑造供应硬约束，近年来成本曲线不断抬升，冶炼端或将受原料紧缺制约，矿端紧张通过大幅下行的加工费传导至冶炼端，长单和现货亏损已成为行业现状，铜供给预期偏紧。需求端，我们认为前期回落的铜价或已消化相对悲观的需求预期，下游消费在铜价回调的带动下有望增长；中长期维度，传统需求在电网投资托底等作用下韧性仍存，叠加新兴需求高速增长，铜需求有望持续提升。供需偏紧格局下，铜价中枢预计将稳步上行。

盈利预测与投资建议

我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 3.06/3.62/5.04 亿美元，yoy+388%/+18%/+39%；以美元汇率 7.2 折人民币，对应归母净利润为 22.0/26.0/36.3 亿元。当前市值（截至 2025 年 7 月 17 日）对应 PE 为 11.3/9.6/6.9X。公司主业为黄金&铜开采，我们综合选取金、铜行业可比公司，计算 2025 年平均 PE 为 15X。参考可比公司平均估值水平，取整给予中国黄金国际 2025 年估值 15X，对应目标市值 330 亿元（362 亿港元），目标价 91.4 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：矿产量不及预期的风险，矿山成本大幅上升的风险，金铜价格大幅波动的风险，测算存在误差的风险，跨市场选取可比公司的风险。

投资评级

行业 原材料业/一般金属及
矿石

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 68.45 港元

目标价格 91.4 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	396.41
港股总市值(百万港元)	27,134.52
每股净资产(港元)	36.37
资产负债率(%)	38.12
一年内最高/最低(港元)	76.30/28.00

作者

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001
liuyiting@tfzq.com

曾先毅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060002
zengxianyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 中国黄金国际：依托央企优势，巩固全球矿业领先地位	4
1.1. 深耕金铜资源，资源稳健扩充	4
1.2. 中国黄金集团控股，实控人为国务院国资委	4
1.3. 财务分析：营运复苏驱动业绩反弹，成功扭亏并重回增长轨道	5
2. 内延外拓并举，矿产增长可期	7
2.1. 长山壕矿：资源潜力平稳释放	7
2.2. 甲玛矿：全面恢复生产，“三步走”规划打开增产空间	9
3. 金价上涨与铜价中枢上移，双重驱动盈利增长新机遇	12
3.1. 金：美国财政纪律松散，风险偏好回摆金价上行驱动有望回归	12
3.2. 铜：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移	14
3.2.1. 供给：矿端干扰加剧，冶炼产能与废铜供应增速放缓	14
3.2.2. 需求：传统需求韧性犹存，新兴需求高速增长	17
3.2.3. 供需平衡：供紧需增，铜价中枢有望稳步上行	19
4. 盈利预测与投资建议	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 投资建议	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：中国黄金国际发展历程	4
图 2：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）	5
图 3：公司营业收入规模得到修复	5
图 4：公司归母净利润扭亏为盈	5
图 5：公司毛利/净利率显著回升	6
图 6：2024 年铜产品为公司主要营收与盈利来源	6
图 7：公司费用管控成效显著	6
图 8：公司资产负债结构持续优化	6
图 9：公司近年分红比例可观	6
图 10：长山壕矿坑边坡管理影响 2023 年黄金产量	8
图 11：长山壕矿坑边坡管理使 2023 年生产成本略增	8
图 12：长山壕矿现金生产成本较为稳定（美元/盎司）	8
图 13：甲玛矿黄金产量整体呈增长趋势	9
图 14：甲玛矿铜产量整体呈增长趋势	9
图 15：2024 年甲玛矿复产	10
图 16：停产与恢复期间推高生产成本	10
图 17：八一牧场探矿权范围紧邻甲玛探矿权范围，与甲玛采矿权范围接近，一体化开发潜力高	11
图 18：关税风波前后美股风险资产急剧下跌转向逐步回升（左轴：道琼斯；右轴：纳斯达克）	

克；单位：点）	12
图 19：关税风波前后美元指数持续走弱，国债收益率有所上升（左轴：美元指数；右轴：收益率（%））	12
图 20：美国联邦政府利息支出/经常性收入快速攀升	13
图 21：美元与美债收益率初现分化（左轴：美元指数；右轴：收益率（%））	13
图 22：金价与美债收益率趋同的背后是对极端风险的规避（左轴：美元指数；右轴：COMEX 黄金（美元/盎司））	14
图 23：近年来全年矿产铜产量维持低增速（万吨）	15
图 24：铜价通常领先于铜企资本开支	15
图 25：铜矿产量跟随铜企资本支出	15
图 26：近几年全球铜矿成本攀升趋势较为明显（美分/磅）	15
图 27：国内铜冶炼厂现货 TC 大幅下行（美元/千吨）	16
图 28：25 年铜冶炼厂 TC 长单为历史最低水平（美元/千吨）	16
图 29：2024 年下半年再生铜进口增幅放缓（万吨）	17
图 30：再生铜进口盈亏持续倒挂（元/吨）	17
图 31：2024 年国内电源及电网投资维持高增长（%）	17
图 32：国内电网基本建设投资完成额连续增长（亿元）	17
图 33：2025 年国内传统汽车销量有所下降（万辆）	18
图 34：2024 年以来国内房屋新开工/竣工面积持续下滑	18
图 35：全球新能源用铜保持高增速，占比明显提升	18
图 36：全球新能源用铜量预计持续增长（百万吨）	18
图 37：2025 年国内新能源车销量维持高增速	19
图 38：2024 年国内光伏新增装机量 277GW	19
表 1：公司矿石生产情况（股权比例截至 2024 年 12 月 31 日）	4
表 2：截至 2024 年 12 月 31 日长山壕矿的矿产资源量情况	7
表 3：截至 2024 年 12 月 31 日长山壕矿的矿产储量情况	7
表 4：截至 2024 年 12 月 31 日按类别划分的甲玛矿区资源量情况	9
表 5：截至 2024 年 12 月 31 日按类别划分的甲玛矿区储量情况	9
表 6：甲玛矿可受益副产品价格上行，单位利润走阔（单位：美元/磅）	10
表 7：中长期铜供需缺口将逐渐放大（万吨）	19
表 8：中国黄金国际盈利预测	20
表 9：可比公司估值（截至 2025.7.17）	21

1. 中国黄金国际：依托央企优势，巩固全球矿业领先地位

1.1. 深耕金铜资源，资源稳健扩充

中国黄金国际资源有限公司（简称中国黄金国际）是中国黄金集团的海外上市平台，聚焦于黄金、铜等矿产资源的勘探、开采和开发。公司坐拥中国两座大型矿山：位于内蒙古的长山壕金矿以及位于西藏的甲玛矿。

公司黄金产量主要来自长山壕矿，铜产量主要来自甲玛矿。2024 年公司黄金和铜产量分别为 5.1 吨和 4.8 万吨，其中长山壕矿贡献金产量 3.4 吨；甲玛矿贡献金产量 1.7 吨，铜产量 4.8 万吨。

表 1：公司矿石生产情况（股权比例截至 2024 年 12 月 31 日）

子公司	股权比例	矿石品种	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
长山壕	96.5%	黄金（吨）	5.8	4.5	4.6	4.7	4.6	4.6	4.0	3.4
甲玛矿	100%	黄金（吨）	1.5	2.2	2.1	2.8	3.0	2.8	0.6	1.7
		铜（万吨）	3.6	5.5	6.3	8.2	8.6	8.5	2.0	4.8
总产量		黄金（吨）	7.3	6.7	6.7	7.5	7.6	7.4	4.6	5.1
权益产量		黄金（吨）	7.1	6.5	6.5	7.3	7.4	7.3	4.5	4.9

资料来源：公司公告，天风证券研究所

发展近 20 载，具有坚实的资源基础。公司成立于 2000 年，于 2006 年 10 月在多伦多证券交易所上市。2007 年 7 月，长山壕金矿进行黄金试生产，并由 2008 年 7 月开始商业生产。2010 年 7 月，更名为中国黄金国际资源有限公司。2010 年 12 月，公司在香港联合交易所主板成功上市，进一步拓宽了资本市场的融资渠道。同时，在 2010 年中国黄金国际收购了甲玛铜金矿。甲玛矿区一期及二期分别于 2010 年 9 月及 2018 年 7 月起开始商业生产，奠定了公司发展的坚实基础，显著扩大了资源储量和生产能力。

图 1：中国黄金国际发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，企查查，天风证券研究所

1.2. 中国黄金集团控股，实控人为国务院国资委

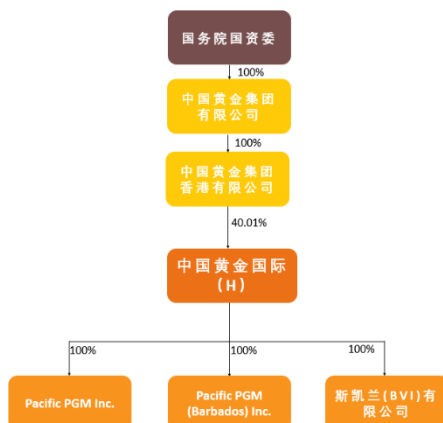
中国黄金国际的控股股东为中国黄金集团（持股 40.01%，截至 2024 年 12 月 31 日），实控人为国务院国资委。

控股股东资源实力雄厚。中国黄金集团是中国黄金行业唯一一家中央企业，中国黄金协会会长单位，世界黄金协会中国首家董事会成员单位，组建于 2003 年，其前身为国家黄金管理局、中国黄金总公司。中国黄金集团有限公司在我国及“一带一路”重要成矿区带规划了 25 个黄金及有色生产基地，金、铜保有资源量及矿产品产量均居中国矿业行业前列，拥有 48 座矿山，6 座冶炼厂，主要分布在国内 25 个省（区）及刚果（布）、吉尔吉斯斯坦、俄罗斯等海外地区。

中国黄金集团目前拥有 4 家上市公司，分别是黄金行业首家在境内 A 股上市企业——“中金黄金”，在加拿大多伦多和香港两地上市企业——“中国黄金国际”，国家发改委混改第二批试点、国企改革“双百行动”首单主板上市企业——“中国黄金”，辐照消毒灭菌行

业第一家 A 股 IPO 企业——“中金辐照”。

图 2：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 财务分析：营运复苏驱动业绩反弹，成功扭亏并重回增长轨道

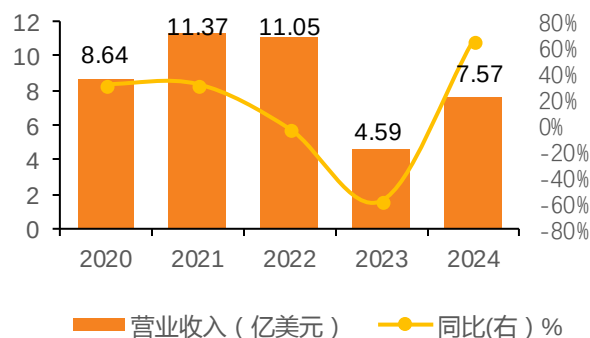
营运逐步恢复驱动业绩反弹，24 年成功扭亏为盈。2020-2024 公司实现营业收入 8.64/11.37/11.05/4.59/7.57 亿美元；实现归母净利润 1.12/2.67/2.23/-0.25/0.63 亿美元。24 年业绩的修复主要来自金铜价格上行与甲玛矿区全面复产共振推动。

公司 2023 年矿山经营呈现净亏损的主要原因在于公司两座矿山 2023 年均处于非正常运营状态。甲玛矿自 2023 年 3 月 27 日起因尾矿库尾砂外溢暂停营运，全年仅生产了一个季度，使得该矿毛利从 2022 年的 3.19 亿美元下降至 2023 年的 0.07 亿美元；长山壕矿 2023 年下半年进行边坡治理，使得该矿 2023 年黄金产量下降 0.6 吨。

甲玛矿区的全面复产以及长山壕矿的稳定运营，成为公司业绩反弹的主要驱动力。2023 年 12 月以来，甲玛矿区开始逐步重新开展营运。公司 2024 年实现黄金总产量 16.27 万盎司（约 5.1 吨），同比增长 10%；铜总产量 105.7 百万磅（约 4.8 万吨），同比增长 139%。经营所得现金流由 2023 年的 157 万美元大幅增至 2024 年的 3.07 亿美元。公司强劲的盈利能力以及现金流的改善，充分体现了公司在逆境中的恢复力和增长潜力。

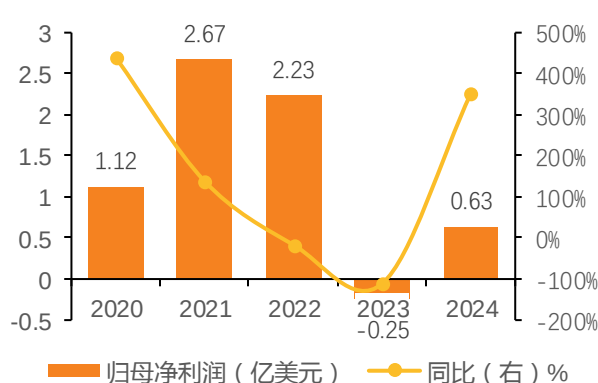
毛利率显著回升，业务结构优化，铜金双轮驱动助力中国黄金国际稳步复苏。2020-2024 年公司毛利率为 24.3%/35.5%/35.8%/17.5%/24.7%；净利率为 13.2%/23.6%/20.4%/-5%/8.6%。

图 3：公司营业收入规模得到修复



资料来源：wind，天风证券研究所

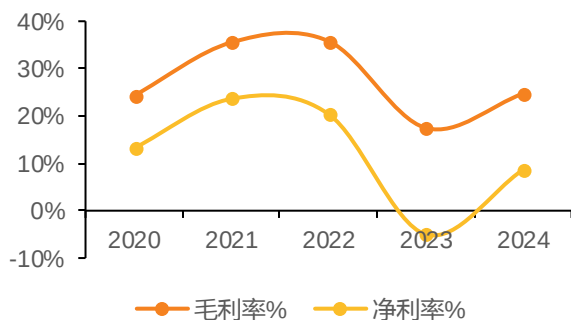
图 4：公司归母净利润扭亏为盈



资料来源：wind，天风证券研究所

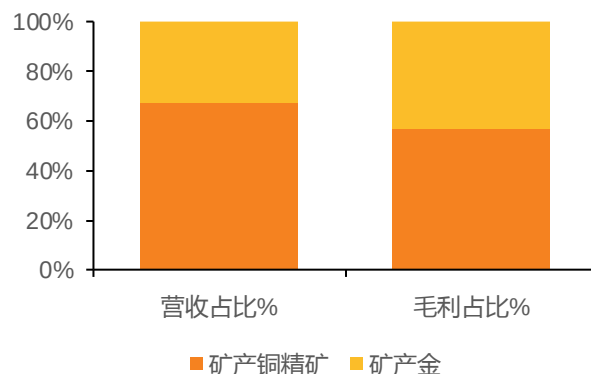
业务结构方面，24 年铜产品为公司主要营收与盈利来源。中国黄金国际依托矿产铜和矿产金这两大核心产品，形成了相辅相成的业务模式。2024 年公司矿产铜精矿营收占比与毛利占比为 67.4%/56.5%，矿产金营收占比与毛利占比为 32.6%/43.5%。2024 年矿产铜精矿毛利率 20.7%，同比+15.6pct；矿产金毛利率 33%，同比+5.3pct。这种双重支柱型结构有助于公司在市场波动中分散风险，同时提升整体盈利能力。

图 5：公司毛利/净利率显著回升



资料来源：wind，天风证券研究所

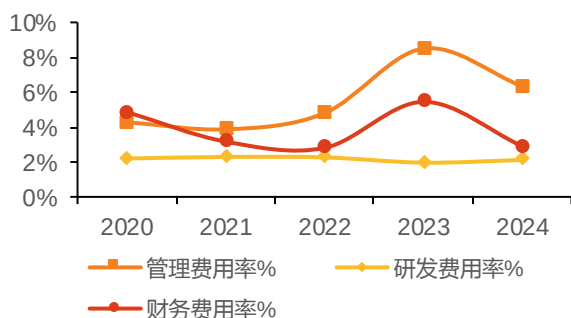
图 6：2024 年铜产品为公司主要营收与盈利来源



资料来源：wind，天风证券研究所

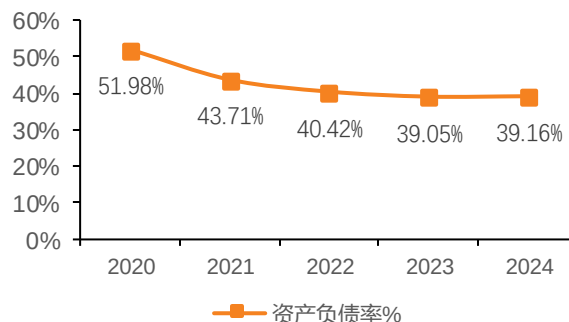
费用管控成效显著，为公司盈利能力恢复提供有力支持。2020-2024 期间费用率分别为 11.2%/9.4%/9.9%/15.8%/11.3%，24 年费用率较 23 年降低。同时，公司资产负债结构持续优化，财务健康水平显著提升。资产负债率从 2018 年 53.7%下降至 2024 年 39.2%，这一趋势反映了公司负债压力的逐步缓解，以及在提升偿债能力、降低财务风险方面的积极进展。

图 7：公司费用管控成效显著



资料来源：wind，天风证券研究所

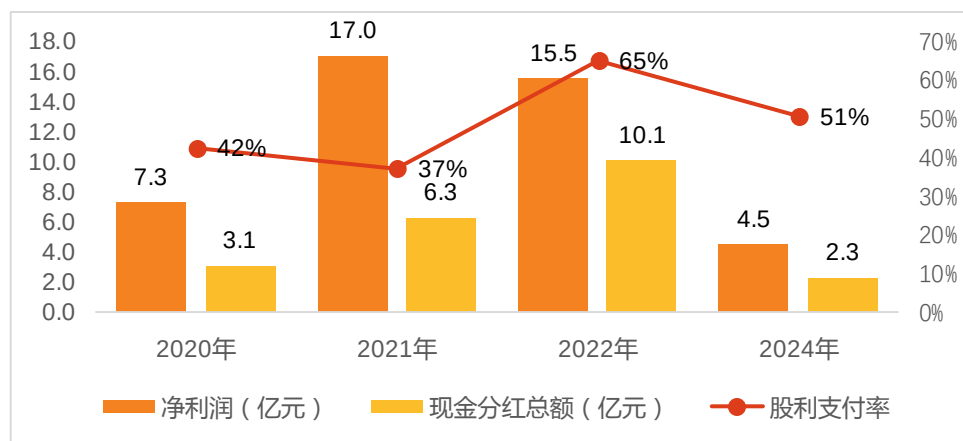
图 8：公司资产负债结构持续优化



资料来源：wind，天风证券研究所

公司近年来股利支付率可观，为持股股东提供了较好的收益保障。2020-2024 年间，公司除 2023 年亏损未分红外，皆实现较高的分红率，2020、2021、2022、2024 年分别达成股利支付率 42%/37%/65%/51%，4 年累计分红 21.8 亿元。

图 9：公司近年分红比例可观



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 内延外拓并举，矿产增长可期

2.1. 长山壕矿：资源潜力平稳释放

长山壕矿位于中国内蒙古自治区，拥有两个低品位、近地表的黄金矿床。目前长山壕矿的主要采区为东北矿区，较小的西南矿区已结束运营。长山壕矿由内蒙古太平矿业有限公司（中国合作经营企业）拥有及经营，公司持有其 96.5%权益，宁夏回族自治区核工业地质勘查院持有其余下 3.5%权益。

资源量方面，截至 2024 年报，长山壕矿探明+控制黄金资源量为 126.85 吨，同比-4.35%，探明+控制+推断黄金资源量为 158.57 吨，同比-3.92%。**储量方面**，截至 2024 年报，证实+概略黄金资源 15.02 吨。按 24 年产金 3.4 吨推算，储采比为 4.42 年。

表 2：截至 2024 年 12 月 31 日长山壕矿的矿产资源量情况

位置	矿产资源种类	吨（千吨）	金（克/吨）	金（吨）	金（百万盎司）
在露天矿坑限制内以 0.28 克/吨金的边界品位保有	探明	12,538	0.63	7.89	0.25
	控制	12,002	0.69	8.25	0.27
	探明+控制	24,540	0.66	16.13	0.52
	推断	2,576	0.41	1.04	0.03
地下边界金品位 0.30 克/吨	探明	88,200	0.67	58.66	1.89
	控制	89,850	0.58	52.07	1.67
	探明+控制	178,050	0.62	110.72	3.56
	推断	62,090	0.49	30.68	0.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：截至 2024 年 12 月 31 日长山壕矿的矿产储量情况

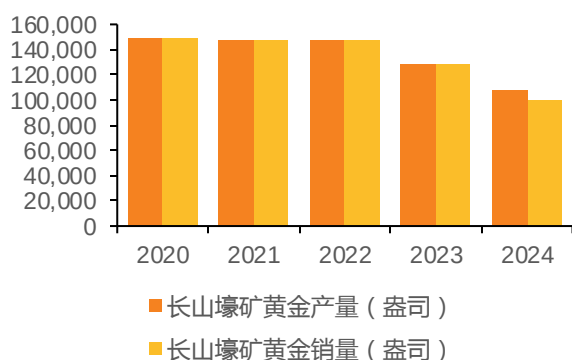
类别	吨（千吨）	摊薄金（克/吨）	金（吨）	金（百万盎司）
证实	11,989	0.61	7.34	0.24
概略	11,477	0.67	7.69	0.25
总计	23,466	0.64	15.02	0.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

产销量方面，长山壕矿稳步优化运营与资源开发潜力。长山壕矿为露天采矿作业，设计开采及选矿能力为 6 万吨/日（截至 2019 年 7 月）。由于长山壕金矿露天开采作业正在逐步接近其矿山寿命末期，2019 年公司根据最新的极限优化结果更新了矿山计划，其中生产降至 4 万吨/日。随着矿坑深度增加，露天矿坑边坡的稳定性变得尤为重要。长山壕矿计划于 2023 年第三季度末及第四季度时减少开采量，以加强对露天矿坑边坡的管理及维护。截至 2024 年 1 月 4 日，边坡维护工作已完成，采矿活动已恢复至正常运营水平。

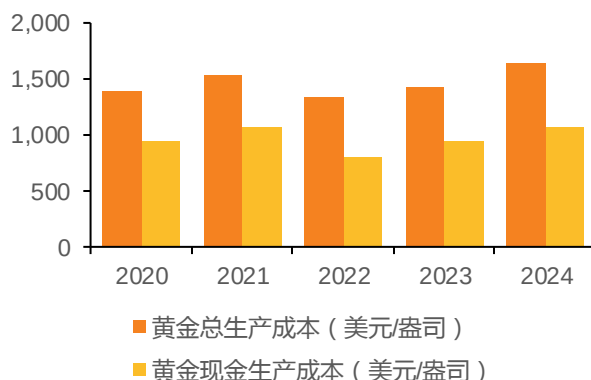
长山壕矿 2020-2024 年黄金产量为 4.7/4.6/4.6/4.0/3.4 吨，黄金销量为 4.7/4.6/4.6/4.0/3.1 吨。2024 年来自长山壕矿的销售收入为 246.9 百万美元，销售收入占比 33%，较 2023 年同期的 252.6 百万美元减少 5.7 百万美元。长山壕矿于 2023 年第三季度末及第四季度时减少开采量，以加强对露天矿坑边坡的管理及维护，从而影响了 23 年的黄金产量。

图 10：长山壕矿坑边坡管理影响 2023 年黄金产量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

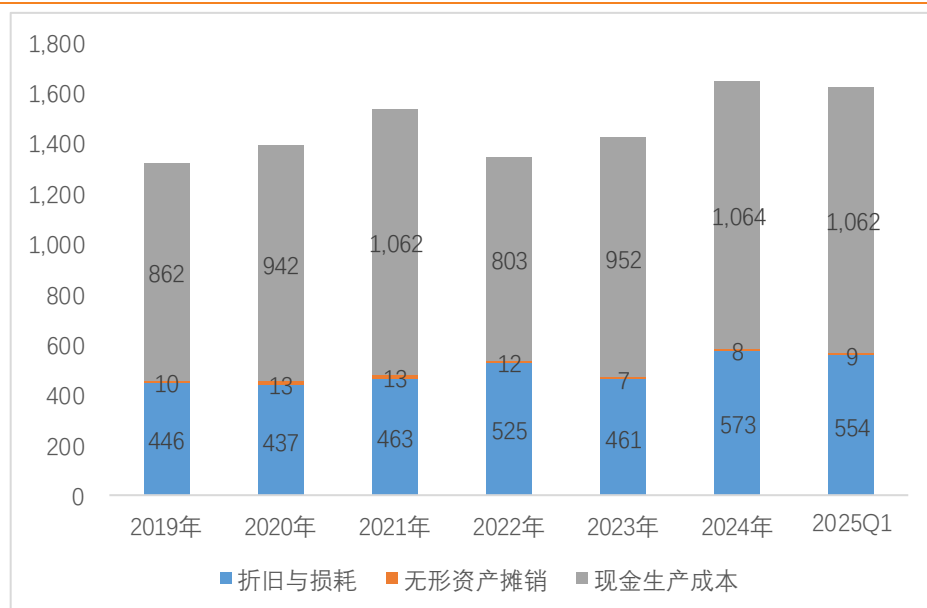
图 11：长山壕矿坑边坡管理使 2023 年生产成本略增



资料来源：公司公告，天风证券研究所

长山壕矿生产成本较为稳定，金价上行期可贡献直接的利润弹性。2020-2024 长山壕矿的黄金总生产成本分别为 1392/1538/1340/1420/1645 美元/盎司，其中现金生产成本分别为 942/1062/803/952/1064 美元/盎司，折旧、损耗与摊销项则波动较大。可以看到，长山壕矿与生产直接相关的成本近年来比较稳定，在金价上行期有望贡献较为直接的利润弹性。

图 12：长山壕矿现金生产成本较为稳定（美元/盎司）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2024 年长山壕矿的克金销售成本约为 380.8 元/克(1645 美元/盎司, 按美元汇率 7.2 折算)。客观而言, 长山壕作为一个开采到生命后周期的矿, 成本角度或不具备明显的竞争优势, 看点主要在其成本的稳定性。

长壕山矿板块未来产量计划: 公司预期 2025 年的黄金产量将介乎 77162 盎司至 83592 盎司 (约 2.4 吨至 2.6 吨)。实际上, 目前矿区已逐渐接近寿命末期, 在决定作业计划时, 确保边坡稳定及防范系统性风险是公司确保安全及可持续生产的首要事项。

2.2. 甲玛矿：全面恢复生产，“三步走”规划打开增产空间

甲玛矿属于大型铜金多金属矿床, 蕴含铜、黄金、银、钼、铅和锌, 位于中国西藏自治区的冈底斯矿化带。甲玛矿区以地下采矿作业及露天作业方式开采。2010 年下半年, 甲玛矿区一期开始进行采矿作业, 并于 2011 年初达到设计产能 6000 吨/日。甲玛矿区二期于 2018 年开始进行采矿作业, 设计产能为 4.4 万吨/日, 二期投产后, 设计产能是一期产能的 7 倍多。甲玛矿区的综合采矿及选矿能力为 5 万吨/日。

资源量方面, 截至 2024 年底探明+控制铜金属 551.1 万吨, 钼金属 48.2 万吨, 铅金属 64.3 万吨, 锌金属 39.4 万吨, 金 4.36 百万盎司, 银 244.39 百万盎司。**储量方面,** 证实+概略铜金属 207.5 万吨, 钼金属 12.2 万吨, 铅金属 42.2 万吨, 锌金属 23.3 万吨, 金 1.79 百万盎司 (55.7 吨), 银 114.58 百万盎司。

以 25 年产量指引中位数为基准(2.225 吨黄金, 6.5 万吨铜), 甲玛矿的黄金储采比为 25.03 年, 铜储采比为 31.9 年, 其资源量与储量表现出较高的开发潜力。

表 4：截至 2024 年 12 月 31 日按类别划分的甲玛矿区资源量情况

类别	数量百 万吨	铜%	钼%	铅%	锌%	金(克/ 吨)	银(克/ 吨)	铜金属 (千吨)	钼金属 (千吨)	铅金属 (千吨)	锌金属 (千吨)	金(百万 盎司)	银(百万 盎司)
探明	91.12	0.38	0.04	0.04	0.02	0.07	5.04	346.86	33.42	33.30	16.70	0.21	14.76
控制	1304.05	0.40	0.03	0.05	0.03	0.10	5.48	5154.30	448.51	609.51	377.78	4.15	229.63
探明+ 控制	1395.17	0.40	0.03	0.05	0.03	0.10	5.45	5511.16	481.93	642.81	394.48	4.36	244.39
推断	406.10	0.31	0.03	0.08	0.04	0.10	5.13	1258.91	121.83	324.88	175.00	1.31	66.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：截至 2024 年 12 月 31 日按类别划分的甲玛矿区储量情况

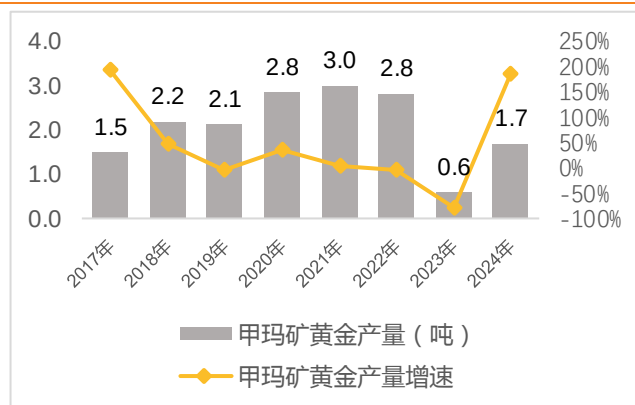
类别	数量百 万吨	铜%	钼%	铅%	锌%	金(克/ 吨)	银(克/ 吨)	铜金属 (千吨)	钼金属 (千吨)	铅金属 (千吨)	锌金属 (千吨)	金(百万 盎司)	银(百万 盎司)
证实	17.14	0.60	0.05	0.02	0.02	0.19	7.66	102.54	8.63	3.91	2.64	0.11	4.22
概略	330.62	0.60	0.03	0.13	0.07	0.16	10.38	1972.02	113.69	417.82	230.75	1.69	110.36
证实+ 概略	347.76	0.60	0.04	0.12	0.07	0.16	10.25	2074.56	122.32	421.73	233.38	1.79	114.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

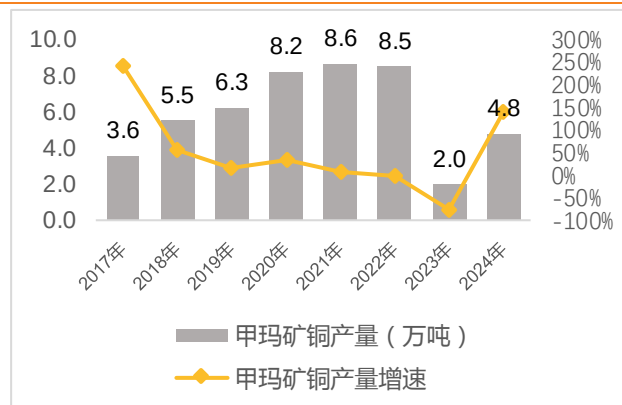
甲玛矿正值壮年, 近年来产销量稳健增长。2020-2024 年铜产量为 8.2/8.6/8.5/2.0/4.8 万吨; 销量为 8.0/8.8/8.5/2.1/4.7 万吨。黄金产量为 2.8/3.0/2.8/0.6/1.7 吨, 产销平衡。银产量为 226/161/99/26/100 吨, 产销基本平衡。此外还副产铅、锌、钼等金属品种。

图 13：甲玛矿黄金产量整体呈增长趋势

图 14：甲玛矿铜产量整体呈增长趋势



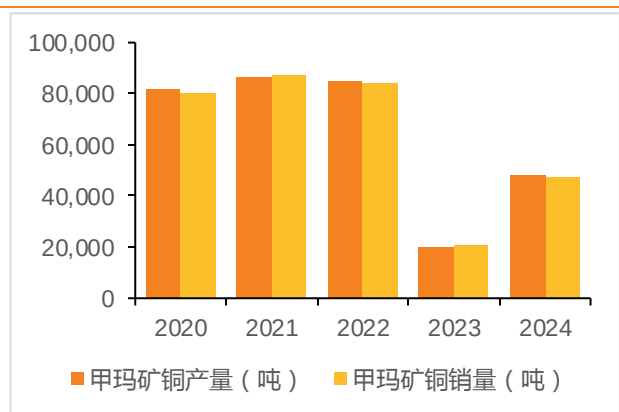
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

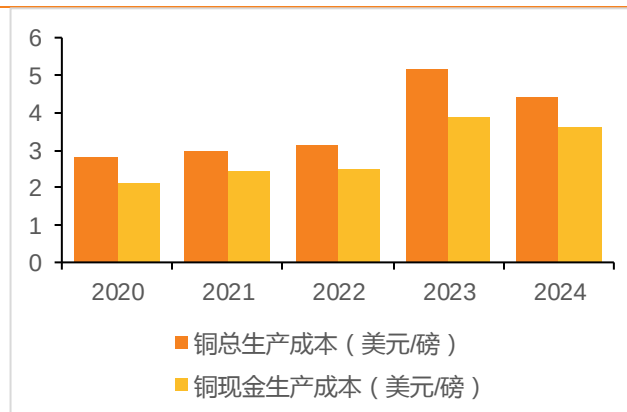
2023 年遭遇生产扰动，24 年 5 月全面复产后产销已步入正轨。2023 年因尾矿库事故导致停产，产销量大幅下降，影响了铜及副产品的生产和销售。2023 年末至 2024 年初，随着一期和二期选矿厂的逐步恢复，甲玛矿已开始恢复生产，运营产能已恢复至每日 3.4 万吨。2024 年甲玛矿区的销售收入为 509.7 百万美元，同比+146%。

图 15：2024 年甲玛矿复产



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：停产与恢复期间推高生产成本



资料来源：公司公告，天风证券研究所

甲玛矿产铜成本可受益副产品价格上行，单位盈利强劲。甲玛矿 2020-2025Q1 铜单位销售成本为 2.52/2.62/2.74/4.23/3.87/3.01 美元/磅，整体维稳；黄金白银等副产收益为 1.76/1.54/1.14/1.21/2.12/2.67 美元/磅，受益黄金白银等副产品价格上涨而上行。计算下来抵减副产收益后的铜完全成本可控（计算公式：完全成本=销售成本+一般行政开支+研发开支-副产品抵扣），25Q1 低至 0.74 美元/磅，而单位利润由 2024 年的 0.39 美元/磅大幅走阔至 25Q1 的 1.80 美元/磅。

后续随着甲玛矿生产进一步稳定，铜销售成本、单吨费用有望看齐 20-22 年正常生产时的水平，而黄金、白银价格的上行有望扩大副产品抵扣额，推动铜单位利润上行。

表 6：甲玛矿可受益副产品价格上行，单位利润走阔（单位：美元/磅）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 Q1
铜销售成本	2.52	2.62	2.74	4.23	3.87	3.01
一般行政开支	0.18	0.2	0.26	0.75	0.42	0.31
研发开支	0.1	0.14	0.14	0.19	0.15	0.09
副产品抵扣额	1.76	1.54	1.14	1.21	2.12	2.67
扣除副产品抵扣额之完全成本	1.04	1.42	2	3.96	2.32	0.74
铜销售均价	1.64	2.91	3.31	3.17	2.71	2.54
单位利润	0.60	1.49	1.31	-0.79	0.39	1.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

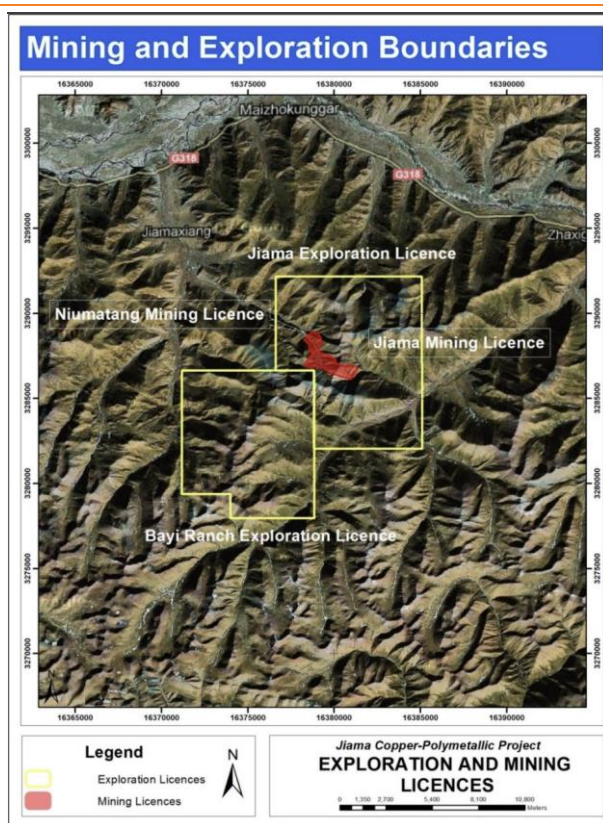
甲玛矿区 2025 年产量规划较 2024 年有所增长：

- 公司预期 2025 年的铜产量将介乎 139 百万磅至 148 百万磅（约 6.3 万吨至 6.7 万吨）；
- 公司预期 2025 年的黄金产量将介乎 69124 盎司至 73947 盎司（约 2.15 吨至 2.3 吨）。

甲玛矿区长期发展规划则实施“三步走”规划：

- 1) 在新尾矿库（尤隆布尾矿库）建设完成之前，甲玛矿区二期选矿厂将维持目前 3.4 万吨/日矿石处理能力，确保与果朗沟尾矿库的库容能力保持一致（一期选矿厂已于 2024 年 5 月停止营运）。
- 2) 尤隆布尾矿库将于 2027 年投入营运，届时甲玛矿区产能将进一步提高。在未来两年内，作为井下资源整合计划的一部分，公司将在安全许可的前提下申请提高甲玛矿区采矿许可证的证载能力。目前甲玛矿区采矿证的证载能力为 1440 万吨/年（按 330 营运日数计算，约 4.4 万吨/日）。若政府批准提高证载能力，在尤隆布尾矿库投入运营后，甲玛矿区的矿石处理量将能够恢复至 5 万吨/日（较目前 3.4 万吨/日产量提升 50%）。甲玛矿区还将通过合理调配井下高品位矿石比例，努力将产量恢复至尾砂外溢前的水准。
- 3) 公司亦致力于在甲玛矿区周边勘探新的资源。公司持续在八一牧场和则古朗北两个探矿区域积极开展地质勘探工作。

图 17：八一牧场探矿权范围紧邻甲玛探矿权范围，与甲玛采矿权范围接近，一体化开发潜力高



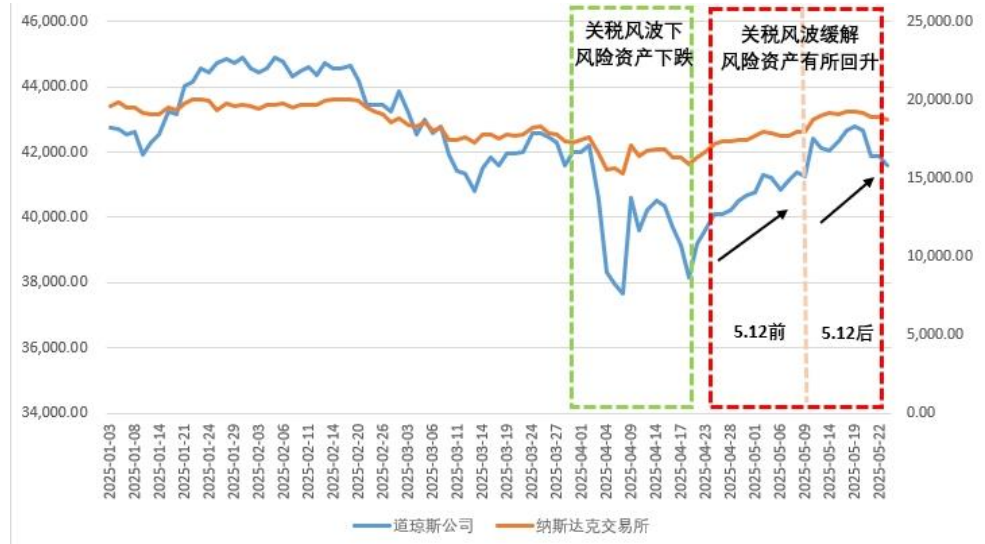
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 金价上涨与铜价中枢上移，双重驱动盈利增长新机遇

3.1. 金：美国财政纪律松散，风险偏好回摆金价上行驱动有望回归

自 5 月 12 日中美大幅降低双边关税后，全球风险偏好出现修复。以美股为代表的风险资产阶段性走强，5 月 12 日至 5 月 23 日，道琼斯工业指数涨 1%，纳斯达克指数上涨 4.5%。

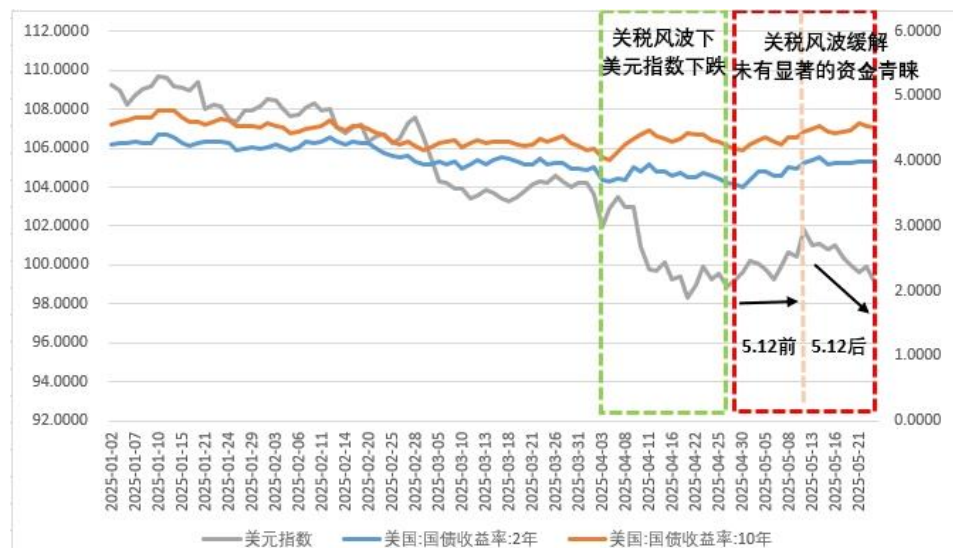
图 18: 关税风波前后美股风险资产急剧下跌转向逐步回升（左轴：道琼斯；右轴：纳斯达克；单位：点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

然而，除美股外的美元资产似乎并未体现出显著的资金青睐。美元指数在 5 月 12 日当日上行后持续走弱，5 月 12 日至 5 月 23 日跌 2.6%，再次跌破 100 关口；美债收益率上行，2Y 美债收益率上行至 4%，10Y 美债收益率上行至 4.51%，反映出市场即使在美国经济衰退预期出现好转时仍对美债提出了更高的风险补偿要求。

图 19: 关税风波前后美元指数持续走弱，国债收益率有所上升（左轴：美元指数；右轴：收益率（%））



资料来源：Wind，天风证券研究所

三大事件对资本市场的乐观情绪产生了扰动：

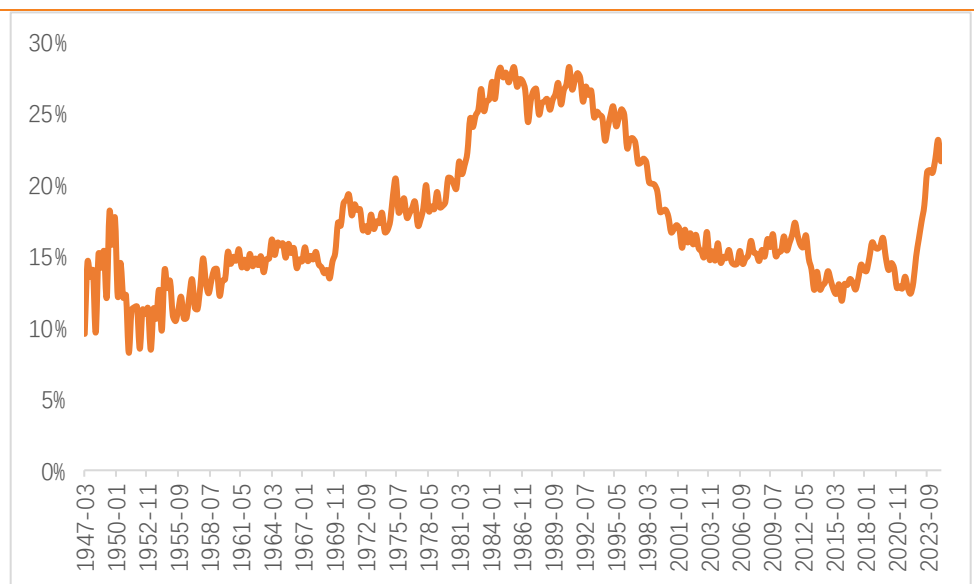
① **美国信用评级再下调**：5 月 15 日，由于美国政府债务和利率支付比例增加，国际三大信用评级机构之一的 Moody's 将美国主权信用评级由 Aaa 下调至 Aa1，此前，惠誉评级

和标普全球评级已将美国评级调至 AAA 以下，穆迪的这一决定这意味着全球最大经济体已被三大评级机构全部降级。

② **日、美国债拍卖遇冷**：5 月 20 日，新发 20 年期日本国债拍卖结果惨淡，投标倍数仅 2.5 倍，尾差（平均价格与最低接受价格之间的差距）飙升至 1.14，为 1987 年以来最高。21 日，美国财政部发行 160 亿美元 20 年期国债，中标收益率 5.047%，这是仅有的第二次收益率超过 5% 的 20 年期国债拍卖，比 4 月份的 4.810% 高出 24 个基点。

③ **美国通过大规模财政支出法案**：5 月 22 日，美众议院以微弱优势通过了特朗普政府提出的“大而美”减税法案，该法案将延长特朗普第一任期内通过的企业和个人减税措施，同时增加国防支出，并为打击非法移民提供资金。总体而言，该法案计划在未来 10 年内减税 4 万亿美元，并削减至少 1.5 万亿美元支出。美国联邦预算问责委员会对这项法案深表担忧。该机构此前在一份声明中说，该法案是“对财政责任的公然蔑视”，预计将使联邦政府债务在目前 36.2 万亿美元的基础上，未来 10 年再增加约 3.8 万亿美元，并且还埋下大规模减税与支出政策到期形成的“财政悬崖”隐患，如果延续这些政策，可能将再度耗费数万亿美元。

图 20：美国联邦政府利息支出/经常性收入快速攀升

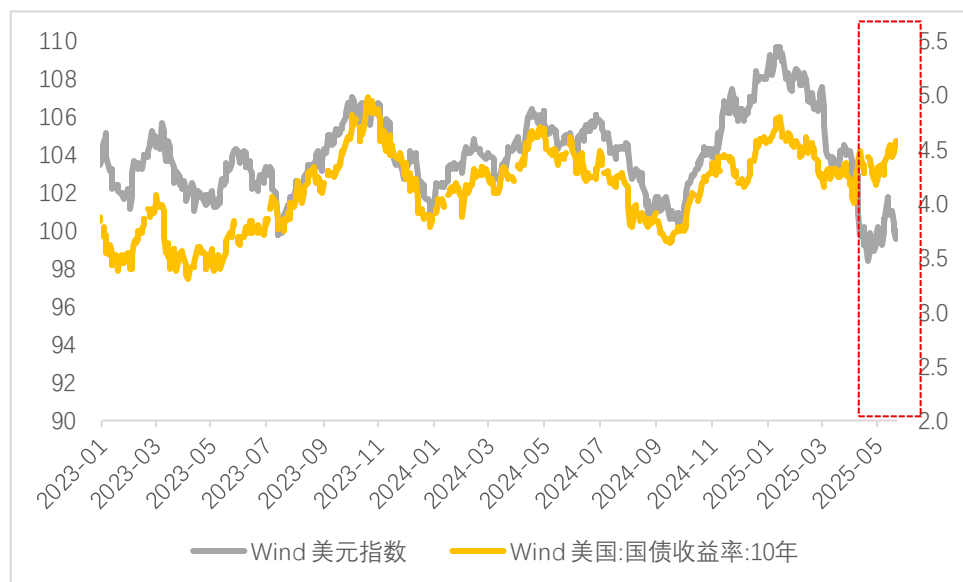


资料来源：Wind，天风证券研究所

以上连续的事件体现出美国松散的财政纪律增加了市场的担忧，前期得到修复的风险偏好开始出现回摆。美国进一步推出大规模财政刺激政策，市场担心美国持续增加的财政支出会使美债规模继续扩张，而随之带来美债信用的弱化使得市场要求更高的风险补偿，美债收益率走高又将再度加重付息压力，美国在财政支出上形成恶性循环。

无法避免的 MMT 老路，硬数据还能支撑多久？在当前高通胀+高利率+高债务的组合下，对私营部门的挤出效应或将使美国“硬数据”逐渐恶化。目前美元与美债收益率初现分化趋势，市场对于 MMT 的持续性担忧加重或将进一步弱化美元。

图 21：美元与美债收益率初现分化（左轴：美元指数；右轴：收益率 (%)）

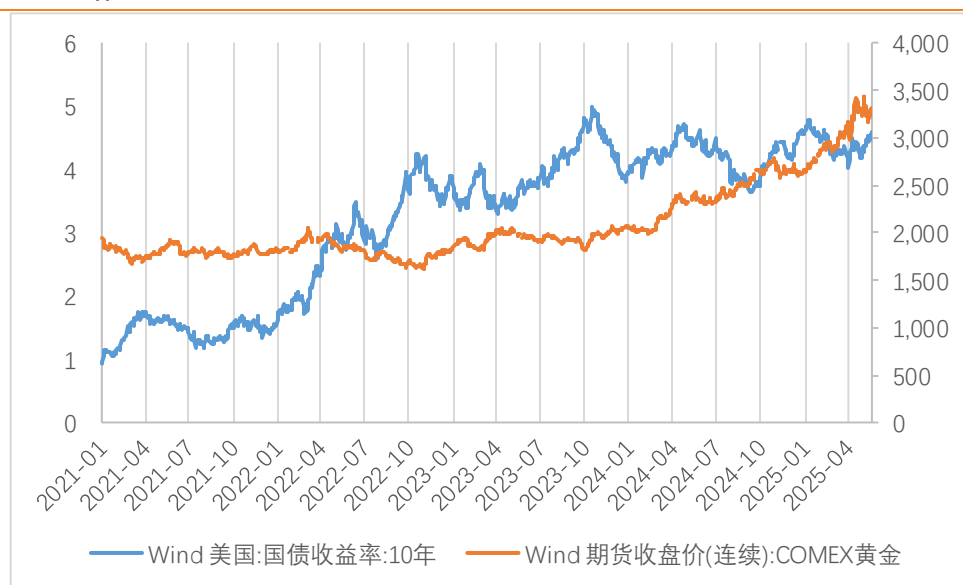


资料来源: Wind, 天风证券研究所

秩序的反面，黄金仍是最优解。特朗普政府上台至今，承诺的财政支出缩减成效甚微，更大规模的财政刺激却箭在弦上。市场选择“用脚投票”，债券拍卖不及预期，并要求更高的收益率补偿，本质是避险需求的进一步提升。近年来，黄金与美债收益率一反其长期负相关的熟悉框架，走出趋同的走势，本质是市场对于美债违约的极端风险的规避，而黄金作为美债这种传统无风险资产的替代的共识亦在积年累月的构筑。

我们认为，站在当下，前期因双边关税下调而带来的风险偏好提升、金价承受的压力已逐渐消散，而当市场再次关注到财政、债务的持续性风险与美元价值的长期稀释后，黄金保值增值的效用再次凸显，金价有望持续上行。

图 22: 金价与美债收益率趋同的背后是对极端风险的规避（左轴：美元指数；右轴：COMEX 黄金（美元/盎司））



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 铜：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移

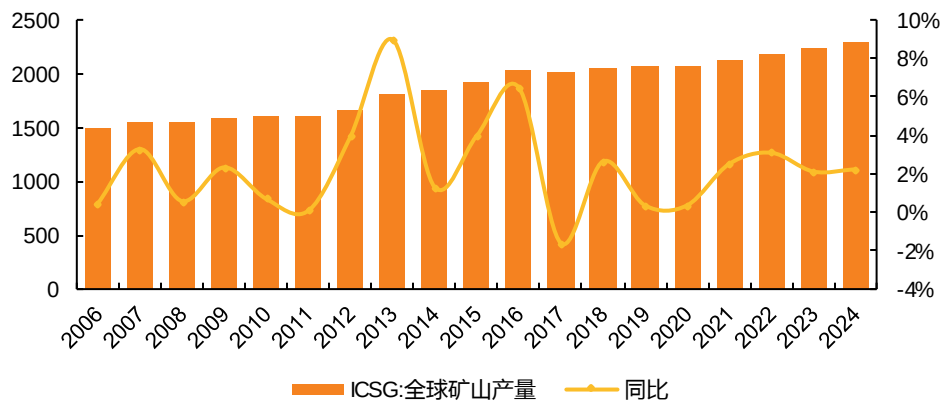
3.2.1. 供给：矿端干扰加剧，冶炼产能与废铜供应增速放缓

从供给端来看，铜市场受到矿端干扰、冶炼成本压力以及废铜供应波动的多重制约，供给偏紧的格局在短期内难以缓解，中长期供给增长亦面临严峻挑战。

1) 矿端：短期干扰事件频发，中期资本开支受限

短期：矿端干扰事件频发导致铜精矿产量增量受限。据 ICSG 数据，2024 年全球矿产铜产量 2288.4 万吨，同比+2.2%，增量仅 50 万吨，ICSG 预测 2025 年、2026 年全球铜矿产量增速分别为 2.3%及 2.5%，继续维持低增速。从 2025 年铜产量指引来看，包括自由港在内的多个矿企下调 2025 年铜产量目标，第一量子与巴拿马政府的 Cobre 铜矿谈判陷入僵局仍无复产时间表，矿端紧缺或持续发酵。

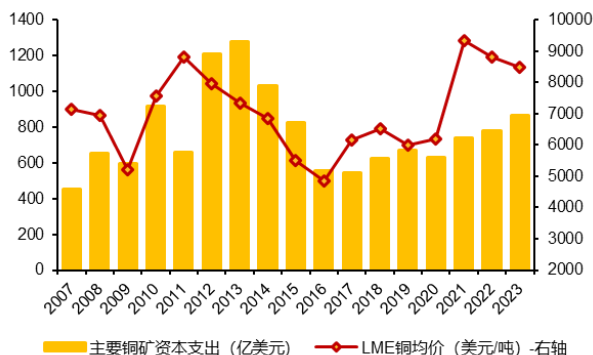
图 23：近年来全年矿产铜产量维持低增速（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

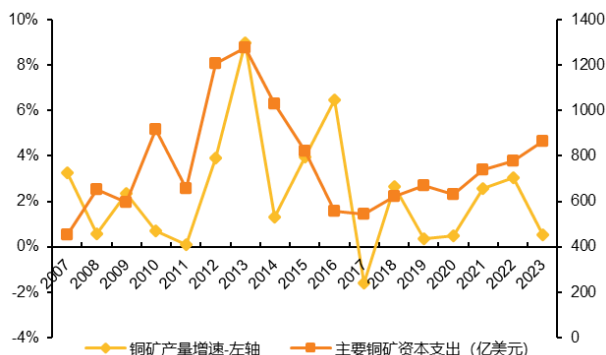
中期：高铜价对资本开支刺激作用减弱，低资本开支限制中期铜矿供给。铜矿资本开支与铜价相关性强，2013 年后铜价降低后资本开支低迷，使得后续铜矿产量增速下滑。2021 年虽然铜价上涨，但铜矿资本开支水平较上轮高点仍有明显差异，我们认为主要是由于全球铜矿成本抬升，同样的价格对资本开支的刺激力度减弱，中长期看限制了铜矿未来供给。未来全球铜精矿增量主要来自于已有的铜矿扩建项目，世界级铜矿新投产项目数量不仅有限，而且新投产项目难以带动铜精矿增量。

图 24：铜价通常领先于铜企资本开支



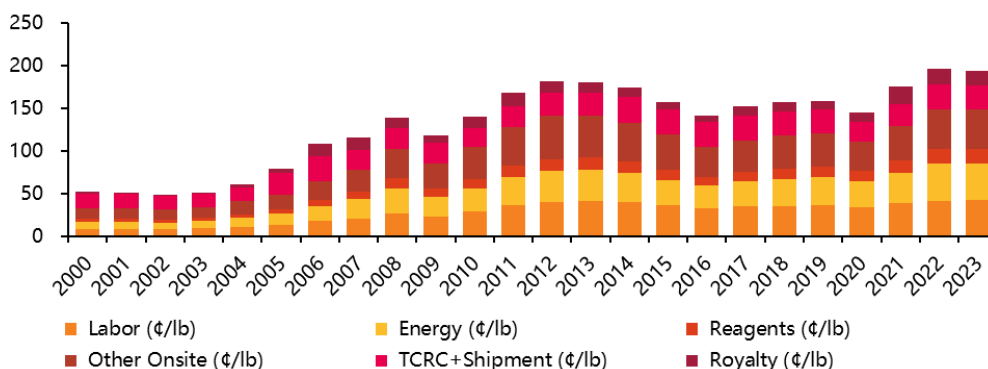
资料来源：彭博，Wind，天风证券研究所

图 25：铜矿产量跟随铜企资本支出



资料来源：彭博，Wind，天风证券研究所

图 26：近几年全球铜矿成本攀升趋势较为明显（美分/磅）



资料来源：标普，天风证券研究所

2) 精炼铜：加工费快速下滑，国内精铜高产量或难以持续

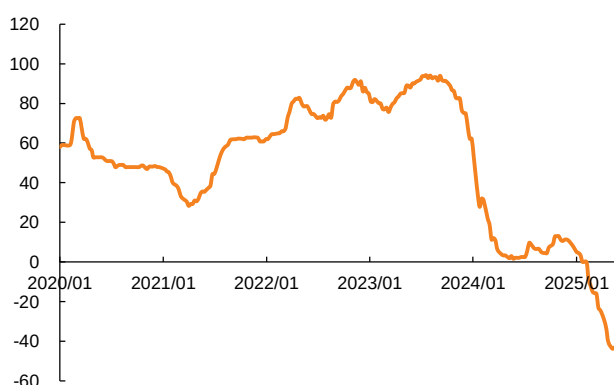
矿端紧张通过大幅下行的加工费传导至冶炼端，长单和现货亏损已成为行业现状。

近年来中国电解铜产能逐年攀升，新增产能有望在 26 年之后放缓。据钢联数据，2024 我国电解铜产能为 1453 万吨，同比增长 9.9%，而截至 2025 年 4 月，我国电解铜产能增长至 1648 万吨，较 2024 年末增长 13.4%，2024-2025 年国内大量冶炼产能投产。2025 年工信部等十一部门联合发布《铜产业高质量发展实施方案（2025-2027）》，其中提及新建矿铜冶炼项目原则上需配套相应比例的权益铜精矿产能，国内冶炼新增产能有望在 2026 年之后放缓。产量方面，2025 年 1-4 月电解铜产量均突破 100 万吨，为近年来最高水平，1-4 月国内电解铜累计产量为 433.8 万吨，同比增加 11.30%。

偏紧的矿端预期叠加冶炼产能的宽松带来 TC/RC 大幅下行。据钢联数据，2025 年 TC 长单价格 21.25 美元/千吨，同比 2024 年 80 美元/千吨下滑 73%，为历史最低水平。而国内铜冶炼厂中型企业平均绝对成本线在 25-30 美元，个别贵金属回收较高的企业成本线更低一些，这一长单价格将导致国内铜冶炼厂出现大面积的亏损。2025 年以来，现货 TC 同样一路下跌，截止 2025 年 5 月 9 日，最新的 TC 为 -43.6 美元/千吨。

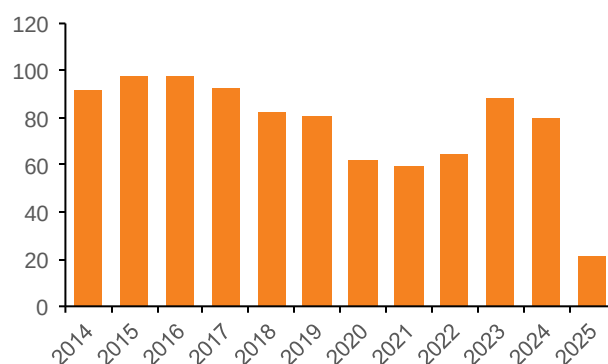
结合矿端和冶炼端的增速，我们认为国内电解铜高产量或难以持续，矿端低增速将对电解铜产量形成制约，同时 TC 维持低位或成为常态。

图 27：国内铜冶炼厂现货 TC 大幅下行（美元/千吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：25 年铜冶炼厂 TC 长单为历史最低水平（美元/千吨）

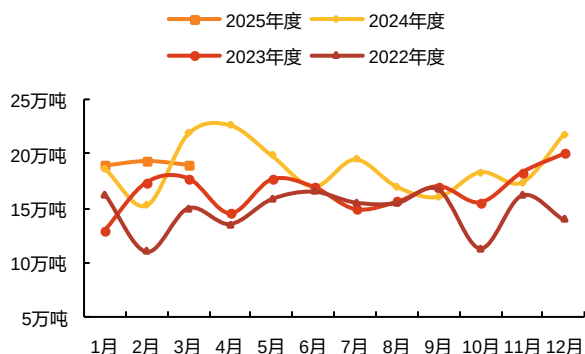


资料来源：SMM，天风证券研究所

3) 废铜：2025 年国内再生铜供应有望增加，进口端或有所下降

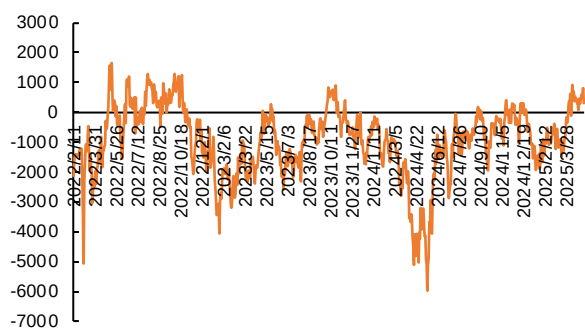
矿端增量相对有限，再生原料形成补充。据 ICSG，2024 年全球电解铜产量 2763 万吨，同比+2.79%，增量 75 万吨。其中再生精炼铜产量 458 万吨，占比 17%，增量 10.8 万吨。由于矿端增量相对有限，再生铜对铜供应起到一定补充。

图 29：2024 下半年再生铜进口增幅放缓（万吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 30：再生铜进口盈亏持续倒挂（元/吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

3.2.2. 需求：传统需求韧性犹存，新兴需求高速增长

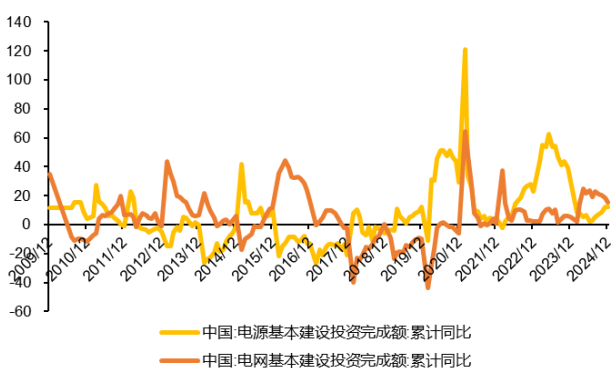
铜需求端展现出传统领域的韧性与新兴应用的强劲增长态势。电力行业作为铜的主要消费领域长期托底需求，同时新能源相关产业的快速发展正逐步成为全球铜需求增长的主要驱动力。

1) 传统需求：电网投资托底用铜需求，建筑地产领域拖累边际效应减弱

电网投资托底铜需求。电力行业是国内铜的第一大应用领域，铜在发电、输变电和配电环节被广泛应用，主要用于电线电缆。2024 年，国家电网计划完成基本建设投资 6083 亿元，同比大幅增长 15.3%。“十四五”期间，电网投资将维持高位运行，为铜需求提供稳定支撑。

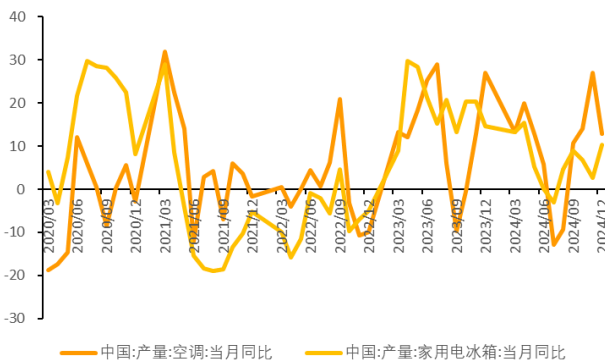
家电行业“以旧换新”政策与出口复苏共振。2024 年以来，家电行业受益于“以旧换新”政策及出口景气共振，有望成为铜需求的重要增长点：**国内政策支持**，2024 年中央和商务部多次出台鼓励家电以旧换新政策，目标到 2027 年废旧家电回收量比 2023 年增长 30%。**出口复苏**，2024 年家电出口持续向好，2025 年 5 月出口金额达 82.10 亿美元，我们认为海外补库存以及需求修复或将带动出口进一步增长。

图 31：2024 年国内电源及电网投资维持高增长（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：国内电网基本建设投资完成额连续增长（亿元）



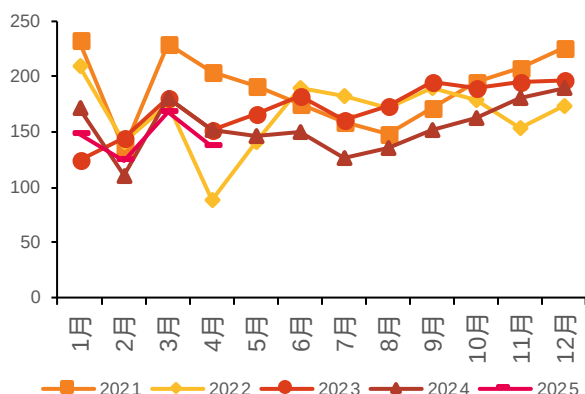
资料来源：Wind，天风证券研究所

传统汽车增长承压，交运领域铜耗增速放缓。交通运输是铜的第三大下游消费领域，主要以汽车零部件为主。**传统汽车行业增长空间有限**：2024 年，国内传统汽车销量 1857 万辆，同比-9.9%；2025 年 1-4 月，国内传统汽车累计销量 576 万辆，同比-6.2%。由于新能源车对传统汽车的替代，预计未来传统车产量增长空间有限。

建筑用铜受地产拖累，2025 年开始边际效应开始减弱。建筑行业铜消费以电线电缆为主，占比约 70%。近年来，房屋新开工面积持续下滑，拖累建筑用铜需求。然而，“保交楼”政策以及稳楼市措施为建筑用铜提供短期支撑：2023 年国内竣工面积同比增长 15.8%，止跌回升。2024 年，国内房屋新开工/竣工面积同比分别为-23.0%/-27.7%，均有所下滑。中长

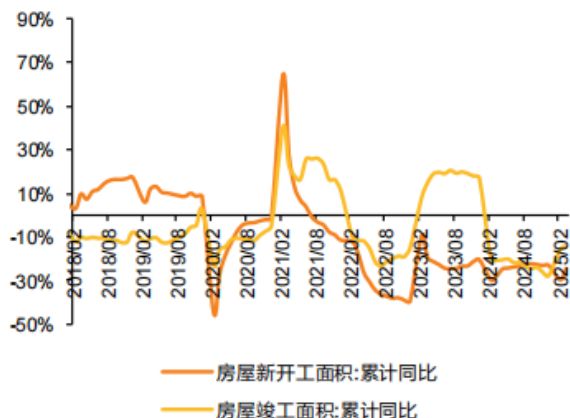
期看，铜消费面临新旧动能转换，预计建筑用铜量仍将下行，同时由于 2024 年低基数，预计 2025 年地产对铜需求增长拖累的边际效应开始减弱。

图 33：2025 年国内传统汽车销量有所下降（万辆）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：2024 年以来国内房屋新开工/竣工面积持续下滑

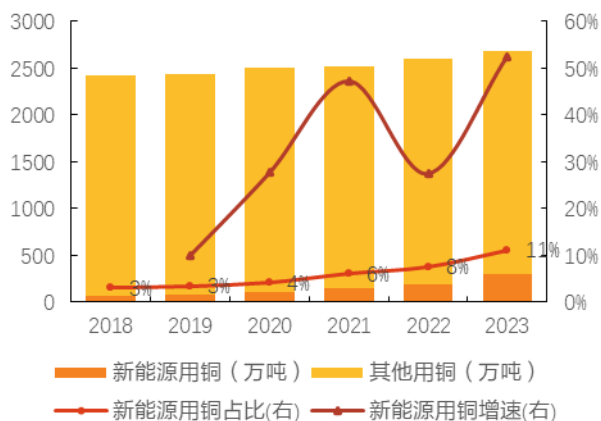


资料来源：Wind，天风证券研究所

2) 新兴需求：新能源成主要驱动力，AI 算力开启新场景

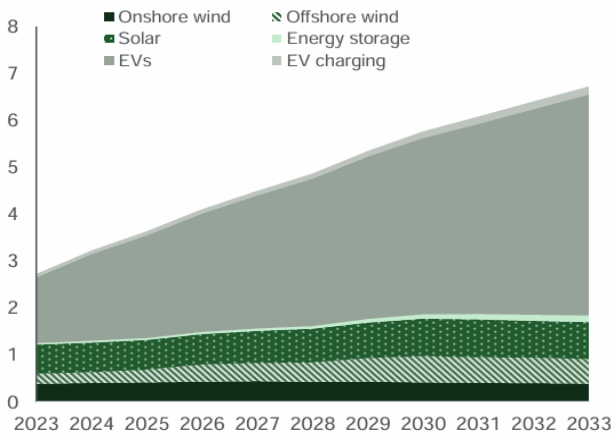
新能源领域：占比持续提升，驱动全球铜消费增长。新能源行业（新能源车、风电、光伏）正成为全球铜需求增长的核心动力。消费规模：2023 年全球新能源领域铜消费量达 298 万吨，过去五年复合年均增长率（CAGR）为 25%，占铜需求总量从 2018 年的 3%提升至 11%。未来展望：在“双碳”目标驱动下，新能源用铜量将持续增长。根据紫金矿业与 CRU 预测，至 2030 年全球铜需求总量将达 3000 万吨，其中新能源用铜占比将增至 25%。

图 35：全球新能源用铜保持高增速，占比明显提升



资料来源：Wind，矿业界公众号等，天风证券研究所

图 36：全球新能源用铜量预计持续增长（百万吨）

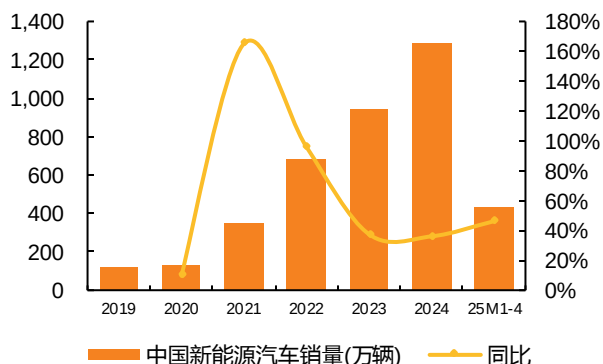


资料来源：Wood Mackenzie，天风证券研究所

新能源汽车：高景气度带动用铜需求。新能源车用铜量高于传统汽车，电机内部大量使用电阻及铜圈，连接器、锂电铜箔和线束成为用铜增量来源，充电桩也成为助推铜需求增长的重要领域。据国际铜业协会和 IDTechEx，纯电动乘用车平均单车用铜量约为 83 千克，达传统燃油车的 3-4 倍。2023 年，在年初新能源补贴退坡以及燃油车降价抢占市场份额的背景下，国内新能源汽车销量 944.8 万辆，同比+37.5%；2024 年，国内新能源汽车销量达 1285.8 万辆，同比+36%；2025 年 1-4 月，国内新能源汽车销量 429.8 万辆，行业维持了较高的景气度。

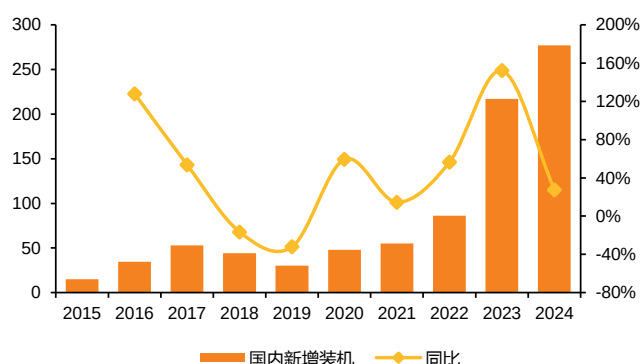
风电和光伏：装机增长驱动铜消费。2024 年，国内光伏新增装机容量 277GW，同比+28%，在高基数的基础上仍保持较快增速，国内风电新增装机容量 79.82GW，同比+5.5%。2025 年一季度，我国光伏发电保持高速增长态势，新增装机容量达 59.71GW，同比+30.5%；风电略有下滑，新增装机容量 14.62GW，同比-5.7%。风光新能源合计新增装机占总新增发电装机容量的 86.7%，我国能源结构绿色转型正加速推进。

图 37：2025 年国内新能源车销量维持高增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：2024 年国内光伏新增装机量 277GW



资料来源：Wind，天风证券研究所

AI 算力：高速铜缆开启新需求场景。AI 算力和数据中心建设正逐步成为铜需求的新增长点。以英伟达发布的 GB200 架构为例，其新型网络架构需使用约 5000 根铜缆进行高效传输。随着 AI 技术快速发展，高速铜缆有望在数据中心等场景中扮演重要角色，为铜消费提供新的增长动力。

3.2.3. 供需平衡：供紧需增，铜价中枢有望稳步上行

基本面看，供应端短期矿端干扰事件频发导致产出不及预期，中长期低资本开支限制矿端供给，虽然冶炼端新投产产能较多，但考虑到急速下滑的加工费以及原料端原生矿以及废铜增量有限，预计电解铜产出受限。而需求端全球传统需求预计有修复预期，此外新能源需求有望在未来几年持续提供增量。供紧需增背景叠加当前全球铜库存水平位于历史低位，我们预计中长期铜价中枢将稳步上行。

表 7：中长期铜供需缺口将逐渐放大（万吨）

	2023	2024	2025f	2026f	2027f	2028f
矿产铜产量	2255.4	2285.5	2379.3	2467.1	2557.6	2637.9
YOY (%)	1.9	1.3	4.1	3.7	3.7	3.1
精炼铜产量	2618.0	2682.4	2762.1	2836.5	2898.8	2936.1
YOY (%)	4.4	2.5	3.0	2.7	2.2	1.3
精炼铜需求	2597.3	2665.5	2739.3	2834.1	2894.0	2945.6
YOY (%)	2.8	2.6	2.8	3.5	2.1	1.8
精炼铜供需平衡	20.8	16.9	22.9	2.4	4.8	-9.5

资料来源：标普，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

关键假设：

(1) 量：受资源贫化影响，保守预计 25-27 年长山壕矿产量稳定收缩，分别产金 2.6/2.5/2.4 吨；预计 25-27 年甲玛矿产量维稳，27 年尤隆布尾矿库投入营运后甲玛矿区产能有望提升至 5 万吨/日，即有望在 25 年产量上提产 50%。预计 2025-2027 年公司矿产金产量为 4.9/4.9/5.2 吨；矿产铜产量为 6.5/6.5/8.1 万吨。

(2) 价：2025-2027 年黄金均价为 3100、3300、3400 美元/盎司；LME 铜均价为 9400、9500、9500 美元/吨。

(3) 成本：2025-2027 年长山壕矿区克金销售成本为 1650、1700、1750 美元/盎司；甲玛矿区铜单位销售成本为 3、2.9、2.8 美元/磅。

我们测算 2025-2027 年公司销售收入为 10.3/10.7/13.3 亿美元，yoy +35.6%/4.7%/23.5%；毛利为 4.6/5.2/6.91 亿美元，yoy +145.2%/14%/32.2%。

表 8：中国黄金国际盈利预测

		2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
长山壕矿	黄金销售额（百万美元）	247.0	261.7	267.9	265.0
	黄金销售成本（百万美元）	165.6	137.9	136.6	135.0
	毛利（百万美元）	81	123.8	131.3	129.9
	毛利率	32.9%	47%	49%	49%
甲玛矿	铜销售额（百万美元）	283.2	397.2	512.5	709.7
	副产品收入（百万美元）	221.8	367.2	294.4	352.9
	铜销售成本（百万美元）	404.2	429.9	415.6	501.6
	毛利（百万美元）	100.9	334.5	391.4	561.0
	毛利率	20.0%	43.8%	48.5%	52.8%
合计	营业收入（百万美元）	756.7	1026.1	1074.9	1327.5
	yoy	64.7%	35.6%	4.7%	23.5%
	营业成本（百万美元）	569.7	567.8	552.2	636.6
	毛利（百万美元）	186.9	458.3	522.6	690.9
	yoy	132.6%	145.2%	14.0%	32.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 投资建议

我们测算 2025-2027 年公司销售收入为 10.3/10.7/13.3 亿美元，yoy +35.6%/4.7%/23.5%；毛利为 4.6/5.2/6.91 亿美元，yoy +145.2%/14%/32.2%；归母净利润为 3.1/3.6/5.0 亿美元，yoy+388%/+18%/+39%；以美元汇率 7.2 折人民币，归母净利润为 22.0/26.0/36.3 亿元。当前市值（截至 2025 年 7 月 17 日）对应 PE 为 11.3/9.6/6.9X。

公司主业为黄金&铜开采，我们综合选取主业同为黄金、铜开采的紫金矿业、中金黄金，主业为黄金开采的山东黄金、山金国际，主业为铜矿开采的洛阳钼业、五矿资源作为可比公司，计算 2025 年平均 PE 为 15X。参考可比公司平均估值水平，我们取整给予中国黄金国际 2025 年估值 15X，对应目标市值 330 亿元。取 2025 年 7 月 9 日港币兑人民币汇率 1:1.0973，换算得目标市值 362 亿港元，目标价 91.4 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值（截至 2025.7.17）

股票代码	公司名称	市值 (亿)	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
2899.HK	紫金矿业	5,036	320.5	407.3	465.0	15.7	12.4	10.8
600489.SH	中金黄金	727	33.9	47.2	55.7	21.5	15.4	13.0
1787.HK	山东黄金	1,308	29.5	58.0	71.9	44.4	22.6	18.2
000975.SZ	山金国际	521	21.7	32.0	38.7	24.0	16.3	13.5
1208.HK	五矿资源	401	11.6	33.1	43.0	34.4	12.1	9.3
3993.HK	洛阳钼业	1,694	135.3	150.0	164.9	12.5	11.3	10.3
平均						25.4	15.0	12.5

资料来源：Wind 一致预测，天风证券研究所（注：港股市值以转换为人民币市值，取 2025 年 7 月 9 日港币汇率 1：1.0973）

5. 风险提示

（1）矿产量不及预期造成业绩波动的风险

公司目前坐拥两座矿山，若其中一座或以上矿山出现生产扰动，或对公司业绩造成较大波动。此外还需关注甲玛矿扩产不及预期的风险。

（2）矿山成本大幅上升的风险

长山壕矿储采比较低，矿山行至生命后期，随着资源贫化，面临矿山成本上升的风险，可能对公司利润产生影响。

（3）金、铜价格大幅波动的风险

金、铜作为全球定价品种，影响因素众多，若金属价格出现大幅波动，或对公司业绩兑现产生影响。

（4）测算存在误差的风险

文末的利润测算中，有关产量、金属价格、成本等假设具有主观性，或有测算存在误差的风险，若假设不成立或将导致实际利润偏离预测值。

（5）跨市场选取可比公司的风险

文中的估值对比既选取了 A 股上市公司，又选取了港股上市公司，两地估值水平存在一定的偏差，或造成最终平均估值取值存在误差的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com