

中国黄金国际（02099.HK）——半年报点评

Q2 业绩环比明显提升，铜金组合充分释放业绩弹性

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 5.8 亿美元，同比+178%；实现归母净利润 2.0 亿美元，同比扭亏。其中，Q1/Q2 分别实现营收 2.73/3.07 亿美元，Q2 环比+12%；Q1/Q2 分别实现归母净利润 0.85/1.15 亿美元，Q2 环比+35%。

核心产品产销量数据：公司上半年实现黄金产量 2.74 吨，Q1/Q2 产量分别为 1.39/1.35 吨，上半年实现黄金销量 2.94 吨，Q1/Q2 销量分别为 1.50/1.44 吨；上半年实现铜产量 3.49 万吨，Q1/Q2 产量分别为 1.69/1.80 万吨，上半年实现铜销量 3.43 万吨，Q1/Q2 销量分别为 1.67/1.76 万吨。从全年的维度来看，公司金、铜产量超过指引的可能性较高。

核心产品成本数据：长山壕上半年黄金单位生产成本 1619 美元/盎司，Q1/Q2 单位生产成本分别为 1625/1612 美元/盎司；甲玛矿上半年铜单位生产成本 3.29 美元/磅，Q1/Q2 单位生产成本分别为 3.41/3.19 美元/磅，上半年扣除副产品抵扣额后铜单位生产成本 0.53 美元/磅，Q1/Q2 分别为 0.73/0.33 美元/磅，Q2 成本优化较为明显。

长山壕稳步经营，甲玛矿稳中有进：长山壕金矿为露天采矿作业，设计开采及选矿能力为 60000 吨/日，于 2019 年 7 月更新矿山计划，产能降为 40000 吨/日；矿山露天开采作业正在逐步接近矿山寿命末期，井下工程大约在 2029-2030 年建成投产，在过渡期产量调低至每年 2.5 吨左右水平。甲玛铜金多金属矿以地下采矿作业及露天作业方式开采，综合采矿及选矿能力为 50000 吨/日；2023 年 3 月，甲玛矿区的果朗沟尾矿库发生尾砂外溢，矿区停止运营；2024 年 5 月，经相关部门批准，二期选矿厂恢复运营，日选矿能力为 34000 吨，低于设计选矿能力；公司正积极推进三期尾矿库建设，预计于 2027 年上半年建成并投入运营；三期尾矿库一旦运营，总计日选矿能力预计将增加至 44000 吨/日。

风险提示：矿产品销售价格不达预期的风险，公司矿产品产销量和成本不达预期的风险，公司项目建设进度不达预期的风险。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

预计公司 2025-2027 年营收分别为 11.15/11.30/12.45 亿美元，同比增速 47.4%/1.3%/10.2%；归母净利润分别为 3.95/4.07/4.56 亿美元，同比增速 528.9%/3.1%/12.1%；摊薄 EPS 为 1.00/1.03/1.15 美元，当前股价对应 PE 为 10.2/9.9/8.8X。考虑到公司金、铜产品组合，资源储量丰富，产量稳中有升，给予公司 2025 年 12-13 倍估值目标，相对于目前股价有约 18%-28% 上涨空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	459	757	1,115	1,130	1,245
(+/-%)	-58.4%	64.7%	47.4%	1.3%	10.2%
归母净利润(百万美元)	-26	63	395	407	456
(+/-%)	—	346.0%	528.9%	3.1%	12.1%
每股收益(美元)	-0.06	0.16	1.00	1.03	1.15
EBIT Margin	7.0%	16.3%	41.5%	42.2%	42.8%
净资产收益率(ROE)	-1.5%	3.6%	19.4%	17.5%	17.3%
市盈率(PE)	-157.4	64.0	10.2	9.9	8.8
EV/EBITDA	33.3	19.2	6.3	6.2	5.8
市净率(PB)	2.35	2.28	1.97	1.73	1.52

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·海外公司财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	92.90 - 100.64 港元
收盘价	78.75 港元
总市值/流通市值	31218/17633 百万港元
52 周最高价/最低价	79.90/27.68 港元
近 3 个月日均成交额	135.24 百万港元

市场走势



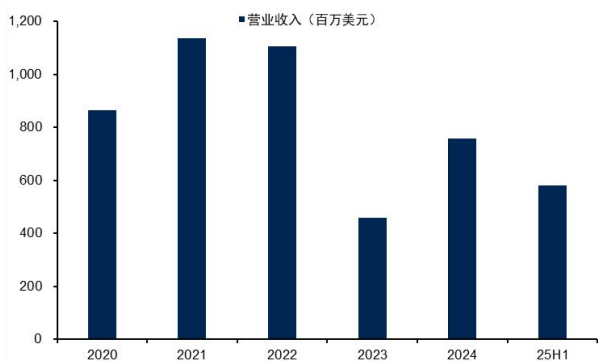
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

◆ Q2 实现归母净利润 1.15 亿美元，业绩表现亮眼

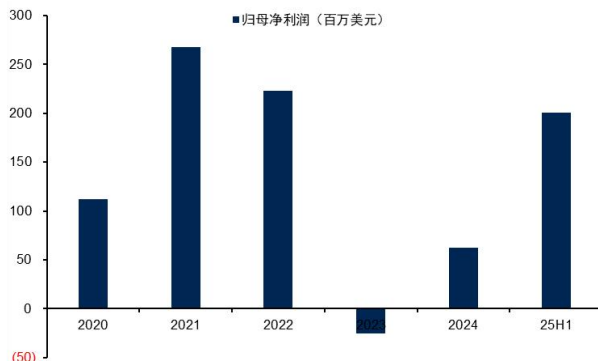
公司发布 2025 年半年报：上半年实现营收 5.8 亿美元，同比+178%；实现归母净利润 2.0 亿美元，同比扭亏。其中，Q1/Q2 分别实现营收 2.73/3.07 亿美元，Q2 环比+12%；Q1/Q2 分别实现归母净利润 0.85/1.15 亿美元，Q2 环比+35%。公司 Q2 利润环比有明显提升，主要得益于金价上涨、铜产销量增加以及成本优化。

图1：公司营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

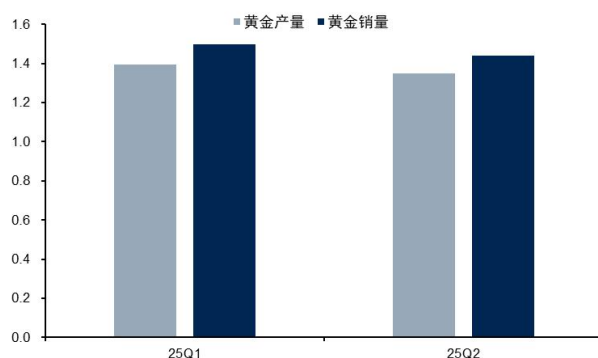
图2：公司归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

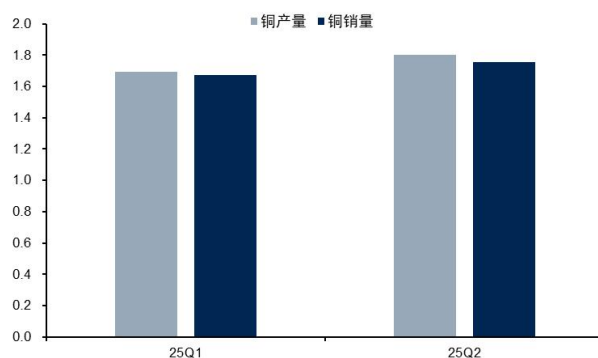
核心产品产销量数据方面：公司上半年实现黄金产量 2.74 吨，Q1/Q2 产量分别为 1.39/1.35 吨，上半年实现黄金销量 2.94 吨，Q1/Q2 销量分别为 1.50/1.44 吨。其中长山壕上半年黄金产量约 1.43 吨，Q1/Q2 产量分别为 0.74/0.69 吨，上半年黄金销量约 1.65 吨，Q1/Q2 销量分别为 0.85/0.79 吨；甲玛矿上半年黄金产量约 1.32 吨，Q1/Q2 产量分别为 0.65/0.66 吨，上半年黄金销量约 1.29 吨，Q1/Q2 销量分别为 0.65/0.65 吨。公司上半年实现铜产量 3.49 万吨，Q1/Q2 产量分别为 1.69/1.80 万吨，上半年实现铜销量 3.43 万吨，Q1/Q2 销量分别为 1.67/1.76 万吨。公司 2025 年产量指引：长山壕黄金产量指引约 2.4-2.6 吨，上半年已经完成指引的 55%-59%；甲玛矿黄金产量指引约 2.15-2.3 吨，上半年已经完成指引的 57%-61%，铜产量指引约 6.3-6.7 万吨，上半年已经完成指引的 52%-55%。全年的维度来看，公司金、铜产量超过指引的可能性较高。

图3：公司黄金产量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司铜产量（万吨）

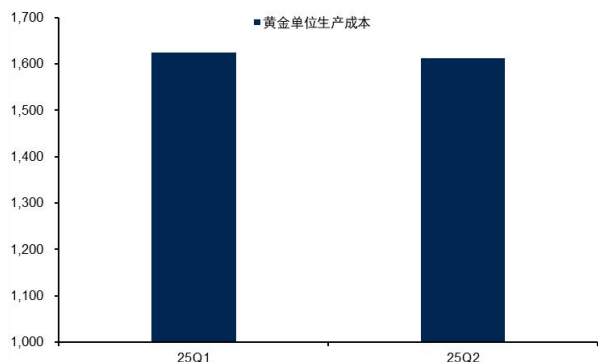


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心产品成本数据方面：长山壕上半年黄金单位生产成本 1619 美元/盎司，Q1/Q2 单位生产成本分别为 1625/1612 美元/盎司；甲玛矿上半年铜单位生产成本 3.29

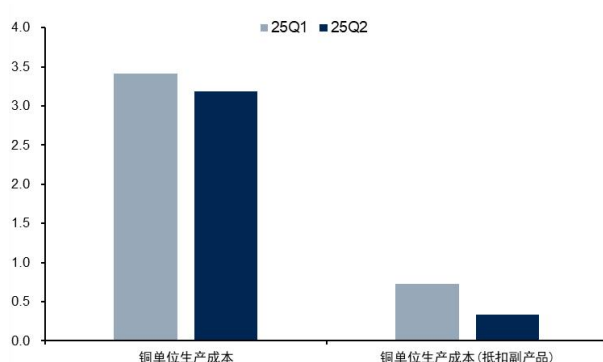
美元/磅，Q1/Q2 单位生产成本分别为 3.41/3.19 美元/磅，上半年扣除副产品抵扣额后铜单位生产成本 0.53 美元/磅，Q1/Q2 分别为 0.73/0.33 美元/磅，Q2 成本优化较为明显。

图5: 长山壕黄金单位生产成本（美元/盎司）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 甲玛矿铜单位生产成本（美元/磅）

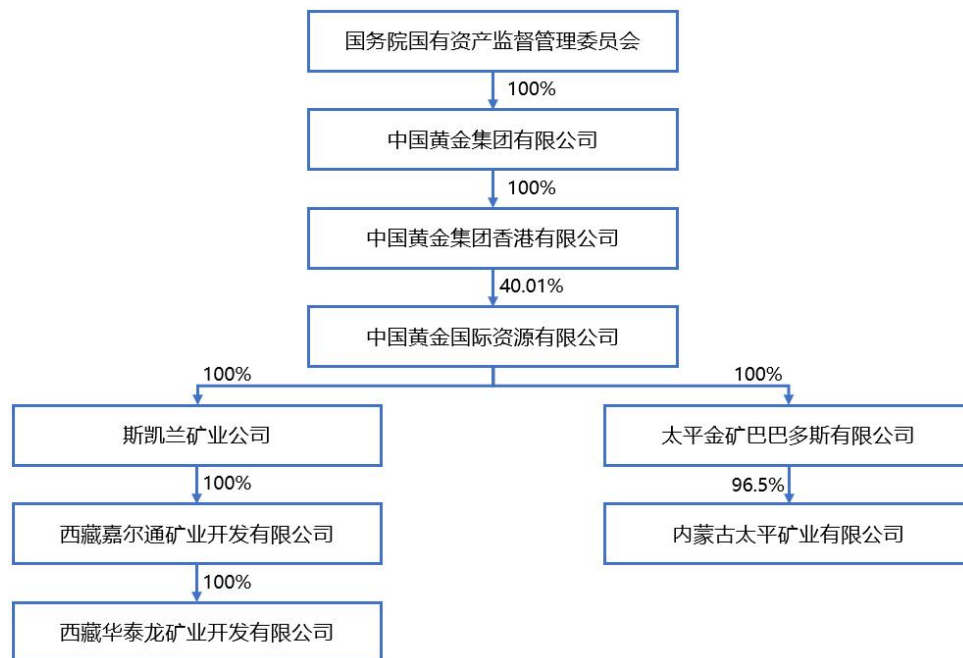


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 长山壕稳步经营，甲玛矿稳中有进

中国黄金国际资源有限公司为一家于加拿大英属哥伦比亚注册成立的黄金及基本金属矿业公司。公司的主要业务包括黄金及基本金属矿产的运营、收购、勘探及开发。公司的控股股东是中国黄金集团有限公司，其通过中国黄金集团香港有限公司持有上市公司 40.01% 的股权，公司的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会。

图7: 中国黄金国际股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司目前主要运营位于内蒙古自治区的长山壕金矿，以及位于西藏自治区的甲玛铜金多金属矿——

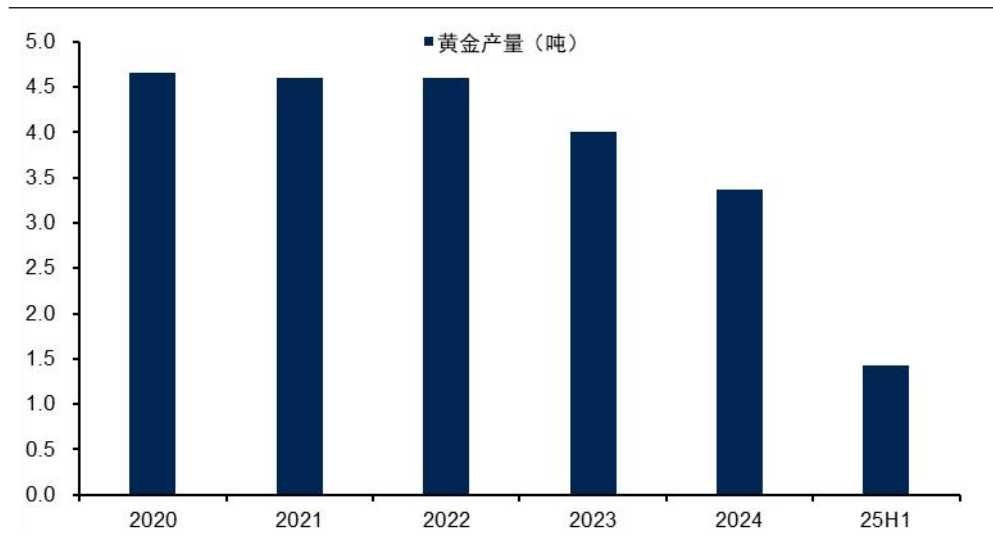
长山壕金矿：项目有两个低品位、近地表的黄金矿床以及其他矿化物，主要矿床为东北矿区，而第二个较小的矿床为西南矿区（于 2020 年 6 月作业结束）。长山壕金矿为露天采矿作业，设计开采及选矿能力为 60000 吨/日，于 2019 年 7 月更新矿山计划，产能降为 40000 吨/日。矿山矿石经过氰化浸提，然后进行电解以提炼黄金，最后制成金锭，再出售予精炼厂。长山壕金矿露天开采作业正在逐步接近矿山寿命末期，井下工程大约在 2029-2030 年建成投产，在过渡期产量调低至每年 2.5 吨左右水平。

图8：长山壕矿产资源量（截止至 2024 年 12 月 31 日）

位置	礦產資源種類	噸（千噸）	金（克／噸）	金（噸）	金（百萬盎司）
在露天礦坑限制內以0.28克／噸金的邊界品位保有	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
	推斷	2,576	0.41	1.04	0.03
地下邊界金品位0.30克／噸	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
	推斷	62,090	0.49	30.68	0.99

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：长山壕黄金产量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

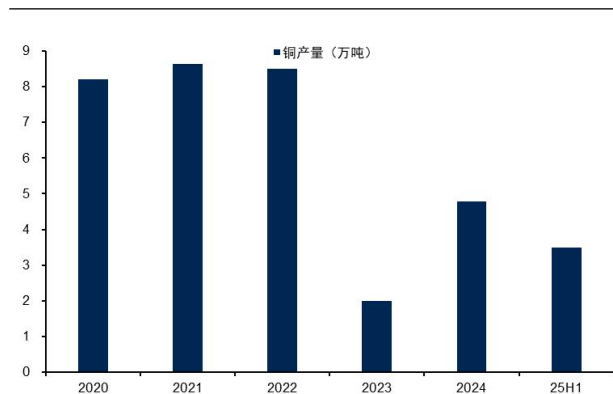
甲玛铜金多金属矿：项目是一个大型铜金多金属矿床，蕴含铜、黄金、银、钼、铅和锌。甲玛矿区以地下采矿作业及露天作业方式开采。甲玛矿区一期于 2010 年下半年开始进行采矿作业，并于 2011 年初达到设计产能 6000 吨/日；甲玛矿区二期于 2018 年开始进行采矿作业，设计产能为 44000 吨/日；综合甲玛矿区综合采矿及选矿能力为 50000 吨/日。2023 年 3 月，甲玛矿区的果朗沟尾矿库发生尾砂外溢，矿区停止运营；2023 年 12 月，在收到拉萨市政府的批准后，开始逐步恢复若干运营；截至 2024 年 5 月 30 日，经政府相关部门的批准，二期选矿厂已恢复运营，日选矿能力为 34000 吨，低于设计选矿能力；于生产提量阶段，已运营的一期选矿厂已停止运营。公司正在积极推进三期尾矿库建设，预计于 2027 年上半年建成并投入运营。三期尾矿库一旦运营，总计日选矿能力预计将增加至 44000 吨/日。

图10: 甲玛矿矿产资源量 (截止至 2024 年 12 月 31 日)

類別	數量百萬噸	銅%	鉛%	鉛%	鋅%	金	銀	銅金屬 (千噸)	鉛金屬 (千噸)	鉛金屬 (千噸)	鋅金屬 (千噸)	金	銀
						(克/ 噸)	(克/ 噸)					(百萬 盎司)	(百萬 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	1,304.05	0.40	0.03	0.05	0.03	0.10	5.48	5,164.30	448.51	609.51	377.78	4.15	229.63
探明+控制	1,395.17	0.40	0.03	0.05	0.03	0.10	5.45	5,511.16	481.93	642.81	394.48	4.36	244.39
推斷	406.10	0.31	0.03	0.08	0.04	0.10	5.13	1,258.91	121.83	324.88	175.00	1.31	66.98

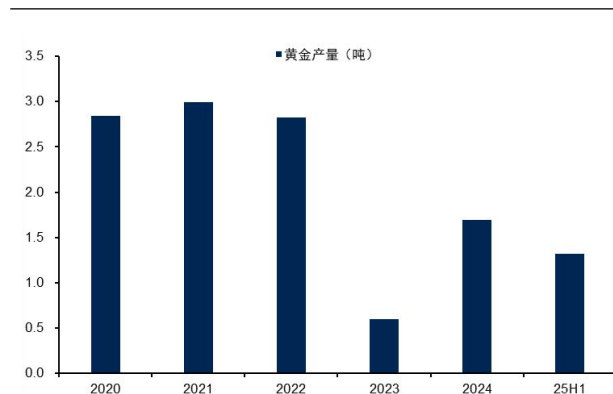
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 甲玛矿铜产量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 甲玛矿黄金产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

行业方面:

2025-2027 年 Comex 黄金均值分别为 3300、3350、3400 美元/盎司;

2025-2027 年 LME 铜均值分别为 9600、9700、9800 美元/吨。

公司方面:

2025-2027 年长山壕黄金产量分别为 2.8、2.8、2.8 吨, 产量保持相对稳定;

2025-2027 年甲玛矿铜产量分别为 6.86、6.86、7.68 万吨, 黄金产量分别为 2.42、2.42、2.71 吨, 产量稳中有升;

2025-2027 年期间费用率保持相对稳定。

表1: 公司产品价格和产量假设

	单位	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
商品价格							
Comex 黄金	美元/盎司	1,806.69	1,957.82	2,409.03	3,300.00	3,350.00	3,400.00
LME 铜	美元/吨	8,784.37	8,520.94	9,268.79	9,600.00	9,700.00	9,800.00
核心产品产量							
长山壕黄金产量	吨	4.61	4.00	3.37	2.80	2.80	2.80
甲玛矿铜产量	万吨	8.50	2.01	4.79	6.86	6.86	7.68
甲玛矿黄金产量	吨	2.82	0.60	1.69	2.42	2.42	2.71
营业收入	百万美元	1,104.95	459.43	756.65	1,115.08	1,130.02	1,245.27
营业成本	百万美元	709.39	379.07	569.73	584.33	584.33	636.57
综合毛利率	百万美元	35.80%	17.49%	24.70%	47.60%	48.29%	48.88%
归母净利润	百万美元	222.74	-25.50	62.73	394.50	406.72	455.85

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

估值方面: 选取可比上市公司是港股紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业股份、中国有色矿业和五矿资源。参考这些可比上市公司在 2025 年的平均估值水平在 12 倍左右。考虑到公司金、铜产品组合, 资源储量丰富, 产量稳中有升, 给予公司 2025 年 12-13 倍估值目标, 对应公司股票价值在 92.90-100.64 港元之间, 相对于目前股价有约 18%-28% 上涨空间。

表2: 同行可比公司估值比较

代码	公司简称	股价	EPS					PE			PB	总市值 百万元
		20250815	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027		
2099. HK	中国黄金国际	78. 75	1. 23	7. 74	7. 98	8. 95	64. 1	10. 2	9. 9	8. 8	2. 0	31377
2899. HK	紫金矿业	24. 10	1. 31	1. 79	1. 99	2. 20	18. 4	13. 5	12. 1	10. 9	4. 1	625731
3993. HK	洛阳钼业	10. 95	0. 68	0. 80	0. 89	1. 05	16. 1	13. 6	12. 3	10. 5	2. 9	256121
0358. HK	江西铜业股份	20. 22	2. 16	2. 45	2. 54	2. 56	9. 4	8. 3	8. 0	7. 9	0. 8	85808
1258. HK	中国有色矿业	8. 70	0. 80	0. 81	0. 88	1. 08	10. 8	10. 7	9. 9	8. 1	1. 9	33948
1208. HK	五矿资源	4. 99	0. 12	0. 35	0. 42	0. 45	42. 0	14. 2	11. 8	11. 1	2. 1	60581
可比上市公司均值							19. 4	12. 0	10. 8	9. 7	2. 4	—

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测: 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营收分别为 11.15/11.30/12.45 亿美元, 同比增速 47.4%/1.3%/10.2%; 归母净利润分别为 3.95/4.07/4.56 亿美元, 同比增速 528.9%/3.1%/12.1%; 摊薄 EPS 为 1.00/1.03/1.15 美元, 当前股价对应 PE 仅为 10.2/9.9/8.8X。考虑到公司拥有金、铜产品组合, 资源储量丰富, 未来成长性较强, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）						利润表（百万美元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	97	184	612	1139	1683	营业收入	459	757	1115	1130	1245
应收款项	20	9	13	13	15	营业成本	379	570	584	584	637
存货净额	292	290	294	290	322	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	68	67	98	100	110	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	476	668	1135	1660	2248	管理费用	48	64	256	257	264
固定资产	1482	1375	1330	1279	1223	财务费用	(25)	(22)	(20)	(20)	(20)
无形资产及其他	775	753	565	377	188	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	55	91	91	91	91	资产减值及公允价值变动	0	0	10	10	10
长期股权投资	47	48	48	48	48	其他收入	(76)	(52)	148	148	148
资产总计	2835	2936	3170	3455	3798	营业利润	(19)	93	453	467	523
短期借款及交易性金融负债	144	149	100	100	100	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	23	44	45	44	49	利润总额	(19)	93	453	467	523
其他流动负债	138	148	151	150	166	所得税费用	4	28	54	56	63
流动负债合计	305	341	296	294	315	少数股东损益	3	3	4	4	4
长期借款及应付债券	623	593	593	593	593	归属于母公司净利润	(26)	63	395	407	456
其他长期负债	179	215	215	215	215	现金流量表（百万美元）					
长期负债合计	802	809	809	809	809		2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1107	1150	1104	1103	1124	净利润	(26)	63	395	407	456
少数股东权益	21	24	26	29	32	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1707	1762	2039	2323	2642	折旧摊销	122	146	344	349	355
负债和股东权益总计	2835	2936	3170	3455	3798	公允价值变动损失	0	0	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	(25)	(22)	(20)	(20)	(20)
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(188)	44	(36)	0	(22)
每股收益	(0.06)	0.16	1.00	1.03	1.15	其它	3	3	3	3	3
每股红利	0.26	0.29	0.30	0.31	0.34	经营活动现金流	(90)	255	695	749	781
每股净资产	4.31	4.45	5.14	5.86	6.67	资本开支	0	(40)	(100)	(100)	(100)
ROIC	2%	4%	17%	20%	26%	其它投资现金流	0	(118)	0	0	0
ROE	-1%	4%	19%	18%	17%	投资活动现金流	(10)	(159)	(100)	(100)	(100)
毛利率	17%	25%	48%	48%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	16%	41%	42%	43%	负债净变化	189	(29)	0	0	0
EBITDA Margin	33%	36%	72%	73%	71%	支付股利、利息	(105)	(116)	(118)	(122)	(137)
收入增长	-58%	65%	47%	1%	10%	其它融资现金流	(401)	281	(49)	0	0
净利润增长率	—	346%	529%	3%	12%	融资活动现金流	(232)	(10)	(167)	(122)	(137)
资产负债率	40%	40%	36%	33%	30%	现金净变动	(331)	87	428	527	544
股息率	2.6%	2.9%	2.9%	3.0%	3.4%	货币资金的期初余额	428	97	184	612	1139
P/E	(157.4)	64.0	10.2	9.9	8.8	货币资金的期末余额	97	184	612	1139	1683
P/B	2.4	2.3	2.0	1.7	1.5	企业自由现金流	(27)	237	615	669	701
EV/EBITDA	33.3	19.2	6.3	6.2	5.8	权益自由现金流	(239)	504	584	687	719

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

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