

2025年9月19日

紫金黄金国际 (2259.HK)

SDICS

IPO 点评

证券研究报告

金属与矿业

紫金黄金国际 (2259.HK) IPO 点评报告

报告摘要

公司概况

紫金黄金国际是紫金矿业的所有黄金矿山（除中国之外）整合而成的全球领先黄金开采公司，主要从事黄金勘察、开采、选矿、冶炼、精炼及销售。

- **持有8座黄金矿山权益。**根据招股书，截止最后可行日期，公司在中亚、南美洲、大洋洲和非洲等黄金资源富集区持有8座黄金矿山权益，分别为塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿、吉尔吉斯斯坦左岸金矿、澳大利亚诺顿金田金矿、圭亚那奥罗拉金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿、苏里南罗斯贝尔金矿、加纳阿基姆金矿及巴布亚新几内亚波格拉金矿。
- **储量大产量增速快。**根据招股书，公司是全球黄金开采行业增长最快的公司之一。根据招股书引用弗若斯特沙利文的资料，公司截至2024年底的黄金储量和2024年的黄金产量分别位居全球第九和第十一。2022年至2024年黄金产量的复合年增长率达到21.4%，增速在以2024年黄金产量计的全球前十五大黄金生产商中排名第一。
- **全球黄金开采行业增长、运营效率和盈利能力领先的矿业公司。**通过技术创新、扩产及提高运营效率，公司在2012年、2020年及2023年收购的澳大利亚诺顿金田金矿、圭亚那奥罗拉金矿及苏里南罗斯贝尔金矿均于收购后的一年内扭亏为盈。根据招股书引用弗若斯特沙利文资料，于2024年，公司的全维持成本（AISC）为每盎司1458美元，于全球前十五大黄金开采公司中排名倒数第六。
- **利润实现高增。**根据招股书，于2022/2023/2024年，公司的收入分别为1818.0/2262.4/2989.9百万美元，CAGR为28.2%；归母净利润分别为183.7/230.4/481.4百万美元，CAGR为61.9%；黄金销量分别为1020/1163/1229千盎司；毛利率分别是34.1%/26.2%/37.9%。截至2025年6月，公司收入为1996.9百万美元，同比+42.3%；归母净利润520.2百万美元，同比+142.6%。毛利率46.5%，同比提升9.6个百分点。

行业状况及前景

- **黄金需求预计稳步增长。**根据招股书，2020年至2024年，全球黄金需求以5.8%的复合年增长率增长，主要各国央行储备需求增加以及风险分散需求推动的投资需求增加。2024年黄金需求量为148.1百万盎司。预计2024年至2023年，全球黄金需求将以3.2%的复合年增长率稳步增长。
- **黄金产量预计小幅增长。**根据招股书，2020年至2024年全球黄金矿产量经历温和增长及轻微波动，2024年黄金产量为116.3百万盎司，CAGR为1%。预计黄金矿产量于2024年至2030年呈上升趋势，CAGR为1.1%。
- **黄金价格波动上升。**根据招股书引用伦敦金银市场协会（LBMA）黄金价格，于2010年至2024年间，全球年度平均黄金价格总体呈现波动上升趋势，于2024年达到每盎司2386.4美元。在去美元化背景下，新兴市场央行可能会进一步增加黄金储备，推动年度平均黄金价格在预测期内持续上涨，并于2026年达到每盎司3387.7美元。

优势与机遇

全球领先的黄金开采企业，拥有高成长性且确定性的增储增产前景；通过收购拥有持续扩张的优秀业绩，具备目标识别、交易执行及资源整合以实现价值增值的卓越能力；领先的自主地质勘察能力和具成本效益的扩产建设推动持续内生性增长；凭借专有先进技术、业界领先的低品位和难选冶矿石利用专业知识以及强大的矿山运营技能，实现成本效益和价值提升；致力于负责任的矿山开采实践，以高ESG标准实现绿色可持续发展；有远见的管理领导团队，彼等拥有丰富的专业知识及全球洞察力，以及【艰苦创业、开拓创新】的紫金矿业精神等。

弱点与风险

黄金价格波动有可能产生不利影响；于多个国家营运，可能面临因营运而产生的地缘政治及国家风险；面临与过往及未来收购、投资及设立合营企业相关的风险及不确定性，且可能无法成功实施扩张策略并将其与现有业务整合；面临多项采矿行业特有的营运风险和危害，这可能导致成本或亏损增加、人身伤害或伤亡、声誉受损、营运暂停及其他处罚；勘探结果具有不确定性；部分矿产可能发生非法采矿、黄金盗窃及抢劫等；营运持续需要大量资本

股份名称:	紫金黄金国际
股份代码:	2259.HK
IPO 专用评级	6.0
— 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	7.0
2. 行业前景 (30%)	6.0
3. 招股估值 (20%)	4.5
4. 市场情绪 (20%)	6.0
主要发售统计数字	
上市日期:	29/9/2025
发行价范围 (港元)	71.59
发行股数，绿鞋前 (百万股)	348.99
— 香港公开发售：占比	34.9%；10%
— 最高回拨后股数：占比	52.35%；15%
— 发行中旧股数目：占比	0%；0%
总发行金额，绿鞋前 (亿港元)	249.84
总集资金额，绿鞋前 (亿港元)	249.84
净集资金额，绿鞋前 (亿港元)	244.70
发行后股本 (百万股)	
— 绿鞋前	2,623.99
— 绿鞋后	2,676.34
发行后市值 (亿港元)	
— 绿鞋前	1,878.51
— 绿鞋后	1,915.99
备考每股有形资产净值 (港元)	13.25
备考市净率 (倍)	5.40
保荐人	摩根士丹利、中信证券
账簿管理人	摩根士丹利、中信里昂、广发证券、华泰金控
会计师	司力达律师楼
资料来源：公司招股书	

颜晨 CFA 行业分析师

joyceyan@sdicsi.com.hk

源，若未能获得额外融资，业务可能面临风险等。

集资金用途

所得款项净额约33.4%（即81.82亿港元）用于支付收购哈萨克斯坦Raygorodok金矿的代价；所得款项净额约50.1%（即122.5亿港元）用于未来五年内现有矿山的升级及建设项目；所得款项净额约10%（即24.47亿港元）用作一般公司用途。

基石投资者

基石投资者规模庞大，认购占比全球发售发售股份的49.9%。基石投资者主要有GIC、HHLRA、BlackRock、Schroders、Perseverance Asset、上海高毅、富达基金、上海景林、香港景林、Baillie Gifford、中国太保、泰康人寿、汇添富投资者、UBS、广发国际等。

行业估值

我们选取港股同行业上市的几家公司进行比较，港股黄金股业绩增速较快，平均2024年业绩增速为96.7%；估值来看，2024年平均P/E估值为47.1x，2025年预测P/E为19.2x。

股份名称	代码	市值		股價	最近报表	--- 市盈率 (倍) ---				--- 每股盈利增长 (%) ---				股息率 (%)			淨负债	ROE	ROA
		百万港元	港元	年结, Y0	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	比率%	%	%	
大唐黄金控股有限公司	8299 HK	2,303	0.32	03/2025	33.7	n/a	n/a	n/a	3.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	54.8	12.5	4.28
赤峰黄金矿业股份有限公司	6693 HK	58,869	28.3	12/2024	24.2	n/a	n/a	n/a	118.4	n/a	n/a	n/a	0.60	n/a	n/a	n/a	-4.0	23.5	10.11
万国黄金集团有限公司	3939 HK	38,876	33.6	12/2024	46.7	23.2	17.1	14.4	62.2	101.4	36.1	18.3	1.03	1.30	1.86	n/a	-8.1	36.8	24.84
灵宝黄金集团股份有限公司	3330 HK	21,068	16	12/2024	25.8	12.4	10.8	9.5	75.4	108.8	14.3	14.0	1.10	n/a	n/a	n/a	n/a	34.6	14.27
中国黄金国际资源有限公司	2099 HK	52,247	128	12/2024	104.3	16.3	14.3	12.1	n/a	541.0	13.4	18.1	0.29	3.15	3.70	n/a	25.0	3.6	2.17
招金矿业股份有限公司	1818 HK	100,391	27.7	12/2024	72.5	27.0	21.9	18.1	150.0	168.0	23.7	21.1	0.19	0.55	0.69	n/a	9.3	3.59	
山东黄金矿业股份有限公司	1787 HK	180,705	33.6	12/2024	54.9	21.6	18.3	17.5	40.0	154.1	17.9	4.5	1.08	1.77	1.91	n/a	15.6	2.75	
豫光黄金集团有限公司	340 HK	9,411	2.09	12/2024	40.3	n/a	n/a	n/a	273.4	n/a	n/a	n/a	0.56	n/a	n/a	n/a	17.0	9.07	
紫金矿业集团股份有限公司	2899 HK	735,095	28.3	12/2024	21.4	15.0	13.3	12.0	51.3	42.4	12.9	10.6	1.87	2.02	2.28	n/a	30.0	9.96	
行业平均					47.1	19.2	15.9	13.9	96.7	185.9	19.7	14.4	0.8	1.8	2.1	16.9	20.3	9.0	

注：*净负债比率为负数代表净现金
数据来源：彭博

投资建议

公司控股股东为紫金矿业，拥有优秀的矿山开发和运营能力。根据招股书，公司黄金产量增速为在以2024年黄金产量计的全球前十五大黄金生产商中排名第一；公司截至2024年底的黄金储量和2024年的黄金产量分别位居全球第九和第十一。财务上近三年保持高速增长，收入三年CAGR为28.2%；归母净利润三年CAGR为61.9%。公司2024年全维持成本约为1458美元/盎司，在全球矿业中具备竞争力。本次招股香港公开发售占10%，招股估值1878亿港元（绿鞋前），对于2024年P/E 50x。考虑到公司业绩快速增长，预计2025年P/E快速下降，估值在港股合理水平上端。公司基石投资者规模庞大，认购占比全球发售规模的49.9%。公司本身拥有优质的黄金矿产资源和优秀业绩再叠加国际黄金价格不断创下新高的背景，我们给予评分6.0。

1. 公司介绍

全球领先的黄金开采公司。截止最后可行日期，公司在中亚、南美洲、大洋洲和非洲等黄金资源富集区持有8座黄金矿山权益，分别为塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿、吉尔吉斯斯坦左岸金矿、澳大利亚诺顿金田金矿、圭亚那奥罗拉金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿、苏里南罗斯贝尔金矿、加纳阿基姆金矿及巴布亚新几内亚波格拉金矿。公司控制及运营7座矿山及持有巴布亚新几内亚波格拉金矿的少数权益。透过各矿山不同生产模式，公司生产金精矿、合质金及金锭，并将其出售予下游精炼厂、贵金属交易商或金融机构。

图表 1 八个黄金矿山的地理覆盖范围及位置



资料来源：招股书

黄金储量及黄金产量分别位于全球排名第九及第十一，产量增长快。根据招股书引用弗若斯特沙利文的资料，截至2024年底，公司拥有黄金储量27.5百万盎司，位于全球第九；2024年黄金产量1.5百万盎司，位于全球第十一，市场份额1.2%。2022年至2024年产量复合增长率21.4%，位居全球15大黄金生产商第一。截至2024年底，公司矿山（包括于2025年收购的加纳阿基姆金矿及拥有少数权益的巴布亚新几内亚波格拉金矿）的合并矿产资源量估计约为1197.7百万吨，平均金品位为1.5克/吨，金属矿产资源量为57737千盎司（1796.5吨）。截至2024年底，公司矿山（包括于2025年收购的加纳阿基姆金矿及拥有少数权益的巴布亚新几内亚波格拉金矿）证实和可信矿石储量总量估计约608.6百万吨，证实和可信黄金品位矿石储量总计为1.4克/吨。公司的矿石储量总计含有27534千盎司（856.0吨）的黄金金属。

图表 2 历年黄金产量

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月					
	2022年			2023年			2024年			2025年		
	產量 ⁽¹⁾ (千噸)	黃金產量 ⁽²⁾ (千盎司)	(噸)	產量 ⁽¹⁾ (千噸)	黃金產量 ⁽²⁾ (千盎司)	(噸)	產量 ⁽¹⁾ (千噸)	黃金產量 ⁽²⁾ (千盎司)	(噸)	產量 ⁽¹⁾ (千噸)	黃金產量 ⁽²⁾ (千盎司)	(噸)
合併礦場												
塔吉克斯坦吉勞/塔羅金礦	5,167	203	6.3	5,555	202	6.3	5,971	174	5.4	2,923	97	3.0
吉爾吉斯斯坦左岸金礦	1,014	131	4.1	1,060	129	4.0	990	120	3.7	451	56	1.7
澳大利亞諾頓金田金礦	3,638	177	5.5	6,642	216	6.7	8,065	266	8.3	5,210	125	3.9
圭亞那奧羅拉金礦	2,489	91	2.8	2,660	95	3.0	2,712	130	4.1	1,557	65	2.0
哥倫比亞武里蒂卡金礦	1,238	248	7.7	1,269	268	8.3	1,265	322	10.0	706	125	3.9
蘇里南羅斯貝爾金礦	—	—	—	7,817	241	7.5	9,321	240	7.5	4,532	106	3.3
加納阿基姆金礦 ⁽⁴⁾	—	—	—	—	—	—	—	—	—	3,861	38	1.2
合併小計 ⁽⁵⁾	13,567	849	26.4	25,003	1,151	35.8	28,325	1,252	38.9	19,260	612	19.0
應佔小計 ⁽³⁾	11,234	658	20.5	22,126	943	29.3	25,277	1,039	32.3	17,755	516	16.1
非合併礦場												
巴布亞新幾內亞波格拉金礦 ⁽⁷⁾	—	—	—	—	—	—	882	46	1.4	330	44	1.4
總計 ⁽⁶⁾	13,567	849	26.4	25,003	1,151	35.8	29,207	1,298	40.4	19,610	656	20.4

附註：

- 數字經四捨五入。因此，表內列示為總數的數字可能並非其前列數字的算術總和，而噸/千盎司的數字可能並非基於表格中所示的四捨五入數字進行算術換算。
- 「合併小計」資料根據本公司所持有的各項資產的100%股權計算。
- 「應佔小計」資料乃根據本公司所持各資產的股權百分比計算。
- 加納阿基姆金礦收購於2025年4月完成。
- 巴布亞新幾內亞波格拉金礦由於探礦租約到期，於2020年4月暫停運營，並於2024年1月恢復探礦。表格中所示的巴布亞新幾內亞波格拉金礦數字乃根據本公司持有的24.5%股權計算。
- 「總計」資料乃通過加「合併小計」資料及巴布亞新幾內亞波格拉金礦（基於本公司持有24.5%股權）的資料計算。

资料来源：招股书

图表 3 2024 年全球黄金生产商排名（按黄金矿产量计）

排名	公司	黄金矿产量 (百萬盎司)	市場份額 (%)	2022年至2024年 產量複合年 增長率 (%)
1	公司A	6.5	5.6%	4.8%
2	公司B	3.9	3.4%	-2.8%
3	公司C	3.5	3.0%	5.4%
4	公司D	3.1	2.7%	4.7%
5	公司E	3.0	2.6%	8.7%
6	公司F	2.7	2.3%	-1.5%
7	公司G	2.2	1.9%	5.3%
8	公司H	2.1	1.8%	-7.1%
9	公司I	1.6	1.4%	2.4%
10	公司J	1.6	1.3%	2.5%
11	本集團	1.5	1.2%	21.4%
12	公司K	1.2	1.1%	9.3%
13	公司L	1.1	0.9%	-2.5%
14	公司M	0.8	0.7%	-11.5%
15	公司N	0.7	0.6%	6.5%
	其他	80.9	69.5%	—
	總計	116.3	100%	—

資料來源：年度報告、弗若斯特沙利文

附註：巴布亞新幾內亞波格拉金礦的產量不計入本集團產量等級計算。紫金礦業不計入排名。公司K上市附屬公司的產量不計入公司K產量等級計算。

公司A成立於1921年，並於紐約證券交易所上市。

公司B成立於1983年，並於紐約證券交易所及多倫多證券交易所上市。

公司C成立於1957年，並於紐約證券交易所及多倫多證券交易所上市。

公司D成立於1958年，並未公開上市。

公司E成立於2006年，並於倫敦證券交易所及莫斯科交易所上市。

公司F成立於2004年，並於約翰內斯堡證券交易所、紐約證券交易所及澳洲證券交易所上市。

公司G成立於1993年，並於多倫多證券交易所及紐約證券交易所上市。

公司H成立於1998年，並於約翰內斯堡證券交易所、紐約證券交易所及多倫多證券交易所上市。

公司I成立於2003年，並於澳洲證券交易所上市。

公司J成立於1950年，並於約翰內斯堡證券交易所上市。

公司K成立於2000年，並於上海證券交易所及香港聯交所上市。

公司L成立於2017年，並於倫敦證券交易所及多倫多證券交易所上市。

公司M成立於2007年，並於多倫多證券交易所及紐約證券交易所上市。

公司N成立於2013年，並於約翰內斯堡證券交易所及紐約證券交易所上市。

资料来源：招股书

图表 4 2024 年全球黄金生产商排名（按储量计）

排名	公司	儲量 (百萬盎司)
1	公司A	134.1
2	公司E	116.7
3	公司B	89.0
4	公司C	54.3
5	公司D	51.0
6	公司H	44.3
7	公司F	31.2
8	公司J	28.5
9	本集團	26.1
10	公司G	21.9
11	公司I	20.9
12	公司L	18.4
13	公司K	18.2
14	公司M	8.8
15	公司N	7.2

資料來源：年度報告、弗若斯特沙利文

附註：儲量包括已探明及概略黃金儲量。巴布亞新幾內亞波格拉金礦的儲量不計入本集團儲量等級計算。

资料来源：招股书

公司黄金营运成本在全球前十五大黄金开采公司倒数第六位。截至 2024 年底，公司的黄金 AISC 为 1458 美元/盎司。

图表 5 公司黄金 AISC

	截至12月31日止年度		
	2022年	2023年 (美元/盎司)	2024年
塔吉克斯坦吉勞／塔羅金礦	759	1,475	1,581
吉爾吉斯斯坦左岸金礦	1,007	1,119	1,318
澳大利亞諾頓金田金礦	1,604	2,112	2,047
圭亞那奧羅拉金礦	1,764	1,712	1,572
哥倫比亞武里蒂卡金礦	856	962	802
蘇里南羅斯貝爾金礦	—	1,463	1,547
本集團	1,046	1,449	1,458

资料来源：招股书

图表 6 2024 年全球前十五大黄金生产商 AISC 排名

2024年全球前15大黃金生產商AISC排名

排名	公司	2024年AISC (美元/盎司)
1	公司E	767.0
2	公司D	979.0
3	公司L	1,218.0
4	公司C	1,276.0
5	公司G	1,388.0
6	本集團	1,458.0
7	公司M	1,465.0
8	公司B	1,484.0
9	公司A	1,516.0
10	公司F	1,611.0
11	公司H	1,629.0
12	公司J	1,686.0
13	公司I	1,961.8
14	公司N	2,126.0
15	公司K	不适用*

資料來源：年度報告、弗若斯特沙利文
 *附註：公司K尚未披露2024年的AISC。

资料来源：招股书

丰富的全球并购交易经验。公司在全球资源收购方面展现出优秀的业绩记录。在近 20 年的发展历程中，通过多种并购交易形式，收购了包括南美洲、大洋洲、中亚和非洲在内的全球各个地区的高潜力采矿资产。公司积极寻求收购高潜力金矿以及被低估的低品位和难选冶黄金矿山。在复杂的跨境收购中的全面经验，结合黄金行业经营和技术积淀，使得公司能够准确识别并收购全球范围内的潜在高价资产，并在收购完成后以具成本效益方式，积极利用强大的内部能力进行自主地质勘察和开发。例如，自有矿山收购完成至 2024 年底，公司所营运的六个矿山已实现合共逾 14 百万盎司的储量扩张，相当于储量扩张的加权平均复合年增长率逾 20%。公司精准识别并把握低成本收购基于。根据招股书引用弗若斯特沙利文资料，按黄金资源计，从 2019 年至 2024 年，公司所收购矿山的平均收购成本约为每盎司 61.3 美元，而同期业内平均收购成本约为每盎司 92.9 美元，较公司的收购成本高 52%。

矿山开发及运营能力。公司拥有先进的技术、先进的项目运营及管理体系、经优化的供应链网络，形成矿山开发能力的核心。公司以全面控本增效为核心，将全球化的大型、智能化设备采购与属地化的人工、生产物资采购相结合，有效降低供应链成本。公司采用“矿石流五环归一”矿山项目管理模式，以矿石流为走向，将地勘、采矿、选矿、冶金、环保五个关键环节进行统筹研究和全流程控制。透过这种方式，公司能有效降低建设生产成本，从而实现项目经济社会效益最大化。公司的成本管理全球领先，多个矿山收购后短时间实现扭亏为盈。于往绩记录期间，在公司营运的六个矿山中，已开采矿石每吨的采矿成本于 2022 年、2023 年及 2024 年分别为 38.6 美元、31.0 美元及 33.3 美元，而同期已磨碎矿石每吨的加工成本则分别为 20.6 美元、17.8 美元及 19.3 美元。于往绩记录期间，经营成本增速低于全球黄金开采企业的平均水平。苏里南罗斯贝尔金矿、塔吉克斯坦吉勞／塔羅金矿、澳大利亞諾頓金田金矿和圭亞那奧羅拉金矿收购前均为亏损矿山，并分别在收购后的 1 至 2 年

内实现盈利。公司主要采用“收购 — 勘查 — 增储”模式实现可持续增长。凭藉公司在地质构造和成矿规律方面的专业认知，以及通过长期勘查实践积累的丰富经验，公司能够快速识别具有良好增储前景的区域。公司已开发一套完善的勘查模式，包括“三维地质调查+地球物理高效探测+地球化学精细勘查+三维综合定位预测+工程验证”。公司亦利用控股股东紫金矿业的先进地质勘查技术和自主研发设备，如震旦三维激电系统、磁通门无人机航磁、井中三分量磁测系统。通过整合该等尖端技术和设备，公司以较低成本实现显著增储。从 2019 年至 2024 年，公司于此期间运营的六座矿山的黄金资源量平均勘探成本低至 12.2 美元/盎司，根据弗若斯特沙利文，远低于同期行业平均的 31.5 美元/盎司。

紫金矿业为控股股东。于最后可行日期，紫金矿业透过其全资附属公司资金西北及金山（香港），间接于公司 100% 已发行股本中拥有权益。紫金矿业是一家跨国矿业集团，专注于全球铜、黄金、锌、锂、白银、钨及其他金属矿产资源的勘探与开发，并辅以相关产品的冶炼、加工及销售业务。铜、黄金及锌矿[编纂]资源的勘探与开发为紫金矿业业务的核心组成部分。紫金矿业亦涵盖冶炼及加工业务，以及其他与矿业相关的业务，如采矿工程的研究、设计及应用等。截至 2024 年底，紫金矿业于 16 个海外国家及中国 17 个省（自治区）拥有超过 30 个大型及特大型矿产资源开发基地。于 2024 年，紫金矿业的矿山的铜、黄金、锌及白银的产量分别约为 1.07 百万吨、73 吨、45 万吨及 436 吨。截至 2024 年 12 月 31 日止年度，紫金矿业实现营业收入人民币 3,036 亿元及除税前溢利人民币 481 亿元。截至 2024 年 12 月 31 日，紫金集团的总资产达到人民币 3,966 亿元。紫金矿业于 2003 年 12 月于联交所上市（股份代号：2899），并于 2008 年 4 月在上海证券交易所上市（股份代号 601899）。

图表 4 公司主要股东

股東名稱	權益性質	緊接[編纂]完成前 持有的股份		緊隨[編纂]完成後 持有的股份 (假設[編纂] 未獲行使)		緊隨[編纂]完成後 持有的股份 (假設[編纂] 獲悉數行使)	
		數目	百分比	數目	百分比	數目	百分比
金山香港	實益擁有人	1,729,000,000	76%	1,729,000,000	[編纂]	1,729,000,000	[編纂]
紫金西北	實益擁有人	546,000,000	24%	546,000,000	[編纂]	546,000,000	[編纂]
紫金礦業	受控法團權益 ⁽¹⁾	2,275,000,000	100%	2,275,000,000	[編纂]	2,275,000,000	[編纂]

附註：

(1) 紫金礦業持有金山香港及紫金西北的全部股權。就證券及期貨條例而言，紫金礦業被視為於金山香港及紫金西北實益擁有的股份中擁有權益。

资料来源：招股书

公司发展历程。紫金矿业于 2000 年成立，主要在中国从事黄金及其他矿产资源的勘探、开采、选矿、冶炼、提炼及销售。多年来，紫金矿业已将其采矿业务扩展至多个海外司法权区。

图表 10 主要业务发展里程碑



资料来源：招股书，国证国际整理

收入净利快速增长。根据招股书，于 2022/2023/2024 年，公司的收入分别为 1818.0/2262.4/2989.9 百万美元，CAGR 为 28.2%；归母净利分别为 183.7/230.4/481.4 百万美元，CAGR 为 61.9%；黄金销量分别为 1020/1163/1229 千盎司；平均售价逐年增长，分别为 1690/1863/2288 美元/盎司。截至 2025 年 6 月，公司收入为 1996.9 百万美元，同比+42.3%；归母净利 520.2 百万美元，同比+142.6%。毛利率 46.5%，同比提升 9.6 个百分点。公司的黄金售价与全球黄金市场黄金价格大致相符，因为公司大部分黄金均以现货价为参考价出售予客户，但平均售价普遍略低于黄金市场价格是因为 1) 诺顿金田与澳洲金融机构订立黄金远期主合约，并同意于设定的未来日期以预定价格交付制定数量的黄金产品；2) 公司按不同现货价格销售不同数量的黄金，而市场价格反映每年现货价格的平均值。毛利率

分别是 34.1%/26.2%/37.9%。公司 2023 年毛利率减少的主要原因是 1) 哥伦比亚武里蒂卡金矿、圭亚那奥罗拉金矿及澳大利亚诺顿金田金矿的磨矿品位下降导致单位经营成本增加；2) 澳大利亚诺顿金田金矿及哥伦比亚武里蒂卡金矿有关采矿活动的承包商成本增加；3) 圭亚那奥罗拉金矿于 2023 年新开展的地下采矿产生额外成本。而 2024 年的毛利率提升主要是因为黄金售价提升以及哥伦比亚武里蒂卡金矿及圭亚那奥罗拉金矿的磨矿品位提升，令单位经营成本下降。

图表 7 黄金销售主要数据

	截至12月31日止年度			截至6月30日止六個月	
	2022年	2023年	2024年	2024年	2025年
黄金销售收入(千美元)	1,724,229	2,167,179	2,838,696	1,349,230	1,954,061
销量(千盎司)	1,020	1,163	1,229	619	633
销量(噸)	31.7	36.2	38.2	19.3	19.8
平均售價(美元/盎司) ⁽¹⁾ . .	1,690	1,863	2,310	2,180	3,085
黄金市場價格(美元/盎司) ⁽²⁾	1,801	1,942	2,386	2,205	3,071

附註：

(1) 按黄金销售收入除以销售量计算。

(2) 根據倫敦金銀市場協會(LBMA)黄金定價，所示期間全球市場的平均黄金價格。

资料来源：招股书

图表 8 按各矿山划分的销量及平均售价明细

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月			
	2022年		2023年		2024年		2024年		2025年	
	銷量 (千盎司)	平均 售價 ⁽¹⁾ (美元/盎司)	銷量 (千盎司)	平均 售價 ⁽¹⁾ (美元/盎司)	銷量 (千盎司)	平均 售價 ⁽¹⁾ (美元/盎司)	銷量 (千盎司)	平均 售價 ⁽¹⁾ (美元/盎司)	銷量 (千盎司)	平均 售價 ⁽¹⁾ (美元/盎司)
塔吉克斯坦吉勞/塔羅金礦 ⁽²⁾ . .	387	1,602	213	1,815	171	2,469	85	2,271	96	3,173
吉爾吉斯斯坦左岸金礦	123	1,758	131	1,910	119	2,347	62	2,177	56	3,048
澳大利亞諾頓金田金礦	177	1,718	212	1,762	265	2,120	125	2,084	124	3,079
圭亞那奧羅拉金礦	89	1,797	97	1,944	131	2,407	63	2,239	66	3,141
哥倫比亞武里蒂卡金礦	244	1,731	269	1,854	300	2,280	161	2,177	149	2,986
蘇里南羅斯貝爾金礦	—	—	241	1,948	243	2,380	123	2,208	106	3,110
加納阿基姆金礦	—	—	—	—	—	—	—	—	38	3,266
總計	<u>1,020</u>	<u>1,690</u>	<u>1,163</u>	<u>1,863</u>	<u>1,229</u>	<u>2,310</u>	<u>619</u>	<u>2,180</u>	<u>633</u>	<u>3,085</u>

附註：

(1) 按實際基準將黄金销售收入除以销量计算。

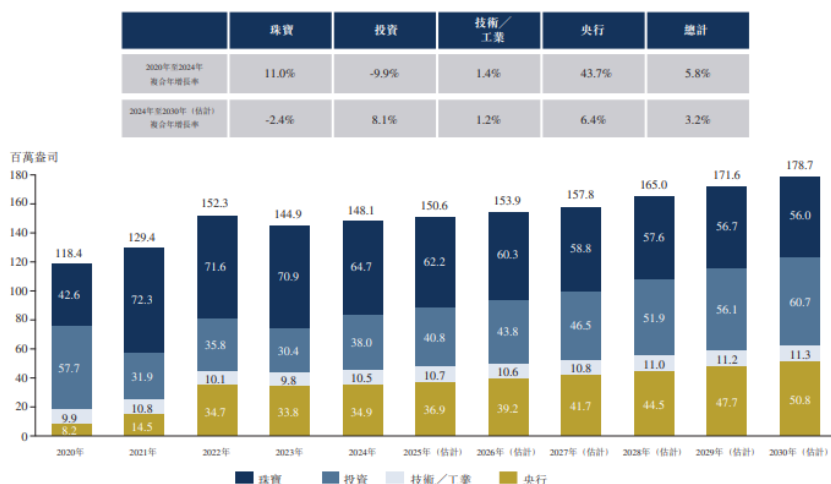
(2) 2022年，塔吉克斯坦吉勞/塔羅金礦的黄金平均售價相對較低，主要由於銷售金精礦，其售價有較高折讓。

资料来源：招股书

2. 行业情况

黄金需求预计稳步增长。根据招股书，2020年至2024年，全球黄金需求以5.8%的复合年增长率增长，主要各国央行储备需求增加以及风险分散需求推动的投资需求增加。2024年黄金需求量为148.1百万盎司。预计2024年至2023年，全球黄金需求将以3.2%的复合年增长率稳步增长。

2020年至2030年(估計)全球的黃金需求(按最終用途劃分)

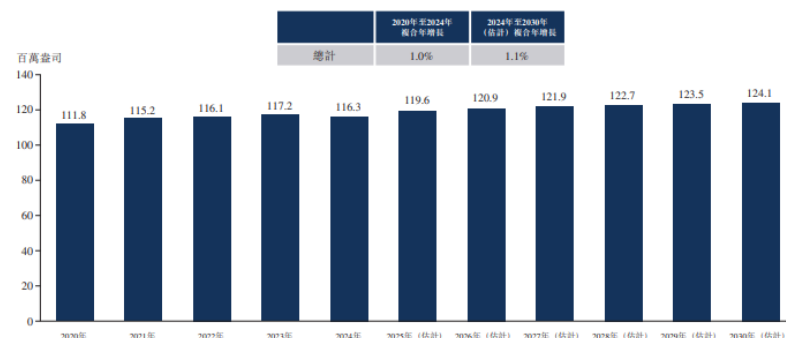


資料來源：世界黃金協會·弗若斯特沙利文

資料來源：招股書

黃金產量預計小幅增長。根據招股書，2020年至2024年全球黃金礦產量經歷溫和增長及輕微波動，2024年黃金產量為116.3百萬盎司，CAGR為1%。預計黃金礦產量於2024年至2030年呈上升趨勢，CAGR為1.1%。

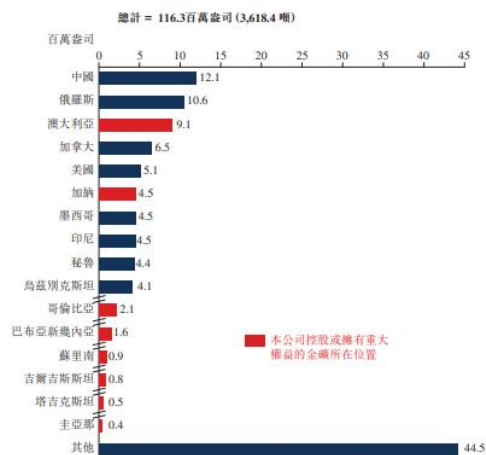
2020年至2030年(估計)全球黃金礦產量



資料來源：世界黃金協會·弗若斯特沙利文

資料來源：招股書

2024年全球黃金礦產量(按國家劃分)



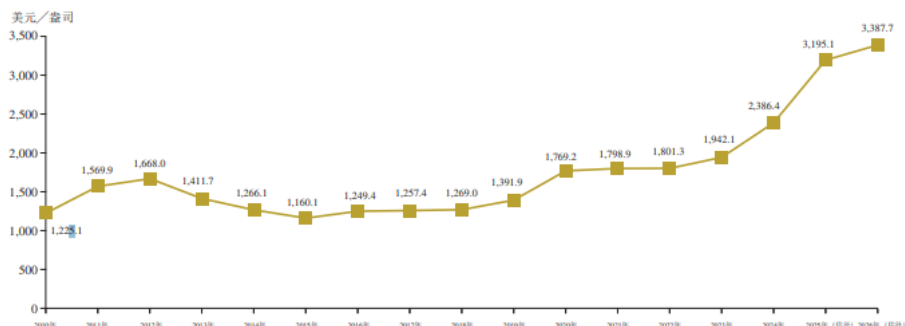
資料來源：世界黃金協會·弗若斯特沙利文

附註：烏茲別克斯坦之後的國家並非按排名順序排列。

資料來源：招股書

黄金价格波动上升。根据招股书引用伦敦金银市场协会（LBMA）黄金价格，于2010年至2024年间，全球年度平均黄金价格总体呈现波动上升趋势，于2024年达到每盎司2386.4美元。在去美元化背景下，新兴市场央行可能会进一步增加黄金储备，推动年度平均黄金价格在预测期内持续上涨，并于2026年达到每盎司3387.7美元。

2010年至2026年(估计)全球年度平均黄金现货价格



資料來源：倫敦金銀市場協會、弗若斯特沙利文

资料来源：招股书

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。国证国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。国证国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释), 国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010