

# 潼关黄金 (00340.HK)

小而美的区域黄金矿企

优于大市

## 核心观点

**小而美的区域黄金矿企。**公司是处于发展期的黄金矿企，主营金矿采选及回收业务。公司黄金矿产区在陕西潼关以及甘肃肃北，截至2024年底保有金资源平均品位8.26克/吨，资源量55吨，当年实现金矿产量2.5吨。2024年实现营业额16亿港元，同比增加7%，实现毛利5.23亿港元，同比增加212%，实现净利2.11亿港元，同比增加310%。营收结构方面，公司以黄金开采业务为主，2024年开采业务收入13亿港元，占总收入的81.2%，开采业务毛利5.2亿港元，占总毛利近100%。

**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9月中旬），美元指数已下跌10.0%：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。

**持续扩资源，在产和储备矿山并重。**潼关矿区仅祥顺矿业在产，目前1500吨的选厂建成并完成调试，足以满足未来几家公司的选矿增量；甘肃矿区北东矿业助力公司产量新高，自有选厂1350吨逐步达产。如果按照选厂年运行330天，公司两地矿区年处理量合计可达94万吨（潼关49.5万吨，甘肃44.5万吨），2024年公司实现50.07万吨的地下采矿量，实现45.77万吨的矿石加工产量，距离满产仍有较大增长空间。

**与紫金矿业签署黄金流协议。**2025年4月，公司与紫金矿业旗下的紫金金属有限公司签署了一份长期黄金流协议。紫金预付2500万美元现金作为前期资金支持，公司承诺未来9年从肃北北东矿业交付总量约422公斤黄金。该协议在锁定部分产量收益的同时引入2500万美元前期资金，相较股权融资摊薄较低，同时通过与紫金建立绑定关系，提升了项目开发的资金可得性与稳定性。

**盈利预测与估值：**公司未来战略目标是加大对甘肃和潼关等地区成矿规律的研究，积极整合；通过外延并购实现增长；与紫金开展战略合作。我们预计2025-2027年归母净利润7.8/10.5/12.6亿港元（+269%/34%/21%），EPS分别为0.18/0.24/0.29港元。通过多角度估值，预计公司合理估值2.9-3.0港元，相对目前股价有39%-44%溢价，首次覆盖给予“优于大市”评级。

**风险提示：**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

	2019	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,497	1,605	2,581	3,313	3,961
(+/-%)	20.3%	7.2%	60.8%	28.4%	19.6%
归母净利润(百万元)	51	211	778	1045	1264
(+/-%)	2.2%	310.3%	268.6%	34.3%	20.9%
每股收益(元)	0.01	0.05	0.18	0.24	0.29
EBIT Margin	5.5%	20.7%	31.7%	35.9%	37.5%
净资产收益率(ROE)	2.2%	8.5%	23.9%	24.3%	22.7%
市盈率(PE)	186.3	45.4	12.3	9.2	7.6
EV/EBITDA	81.3	26.1	11.0	8.4	7.1
市净率(PB)	4.14	3.86	2.94	2.23	1.72

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	2.90 - 3.00 港元
收盘价	2.18 港元
总市值/流通市值	9587/9587 百万港元
52周最高价/最低价	2.98/0.45 港元
近3个月日均成交额	40.47 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

<b>小而美的区域黄金矿企</b> .....	<b>5</b>
业务始于 2017，以陕西潼关、甘肃肃北为基地进行黄金采选 .....	5
家族企业，目前单一最大股东为秦陇金鑫矿业 .....	5
2022 年起业绩步入上行期 .....	6
<b>金价有望继续保持强势</b> .....	<b>7</b>
美元信用：美元信用边际走弱刺激黄金需求 .....	7
央行购金：对金价形成中长期推力 .....	8
地缘风险：俄乌冲突和中东局势或持续扰动市场情绪 .....	9
<b>持续扩资源，在产和储备矿山并重</b> .....	<b>10</b>
金矿资源平均品位高达 8.26 克/吨 .....	10
黄金开采始于潼关矿区 .....	11
甘肃矿区形成重要支撑 .....	14
三年内产量增量主要来自潼关矿区 .....	16
<b>财务分析</b> .....	<b>18</b>
资本结构及偿债能力分析 .....	18
盈利能力分析 .....	19
成长性分析 .....	20
<b>盈利预测</b> .....	<b>20</b>
假设前提 .....	20
未来 3 年业绩预测 .....	21
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>22</b>
估值分析 .....	22
投资建议 .....	23
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 潼关黄金历史大事沿革	5
图 2: 潼关黄金股权结构	6
图 3: 公司营业收入及同比增速	6
图 4: 公司净利及同比增速	6
图 5: 公司营业收入构成 (亿港元)	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	7
图 8: 金价和美元指数的反向关系	7
图 9: 全球央行季度净购金量 (吨)	8
图 10: VIX 恐慌指数走势	9
图 13: 公司地下采矿产量以及矿石品位	16
图 14: 公司加工矿石产量以及平均金品位	16
图 15: 采矿金产量 (千克)	17
图 16: 采矿金销量 (千克)	17
图 17: 黄金开采分部营业收入 (亿港元) 及同比增速	17
图 18: 黄金开采分部毛利 (亿港元) 及同比增速	17
图 19: 采矿分部毛利率以及采矿平均金品位	17
图 20: 可比公司资产负债率	18
图 21: 可比公司有息负债率	18
图 22: 可比公司流动比率	19
图 23: 可比公司速动比率	19
图 24: 可比公司毛利率	19
图 25: 可比公司净利率	19
图 26: 可比公司总资产收益率	19
图 27: 可比公司投入资本回报率	19
图 28: 公司 EPS	20
图 29: 公司每股净资产	20

表1: 公司矿山和冶炼厂 .....	10
表2: 公司黄金资源量 .....	10
表3: 潼鑫矿业金矿矿权详情 .....	12
表4: 德兴矿业金矿矿权详情 .....	13
表5: 德兴矿业采矿许可证区域 Q315 资源品位 (截至 2017 年 6 月 1 日) .....	13
表6: 德兴矿业探矿许可证区域 Q315 资源品位 (截至 2017 年 6 月 1 日) .....	13
表7: 潼金矿业金矿矿权详情 .....	14
表8: 甘肃区域金矿详情 .....	14
表9: 潼关黄金业务拆分 .....	21
表10: 未来 3 年盈利预测表 (百万元) .....	21
表11: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	22
表12: 资本成本假设 .....	22
表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	22
表14: 可比公司资源情况比较 .....	23
表15: 同类公司估值比较 (数据截至 2025 年 9 月 18 日收盘) .....	23

## 小而美的区域黄金矿企

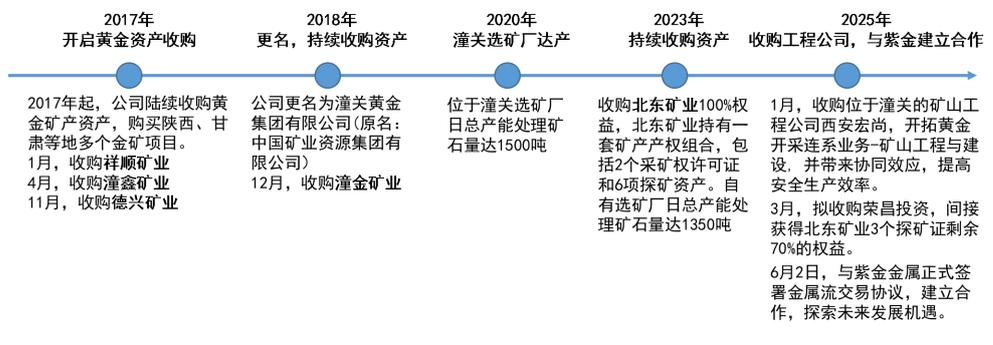
### 业务始于 2017，以陕西潼关、甘肃肃北为基地进行黄金采选

公司从事黄金开采业务，目前产区在陕西潼关以及甘肃肃北，截至 2024 年底保有金资源平均品位 8.26 克/吨，资源量 55 吨，当年实现金矿产量 2.5 吨。

**潼关黄金**是一家处于发展期的黄金矿企，主营金矿采选冶及回收业务，以金精矿、合质金为核心产品。主要从事（1）黄金开采业务，即销售矿产黄金，包括金精矿、金锭及相关产品；（2）黄金回收，包括购买旧黄金、精炼及销售金锭。公司于国内两处主要矿产资源项目为潼关县矿场与肃北县矿场。资源方面，公司控制金金属资源量为 42.0 吨，推断金资源量为 12.9 吨，合计达 54.9 吨，金矿品位在 7.3-10.6 克/吨区间，平均品位 8.26 克/吨，公司 2024 年矿产金产量为 2.5 吨。

2007 年 2 月 14 日，公司由创富生物科技更名为中国矿业资源集团有限公司。2017 年起，公司陆续收购黄金矿产资产，购买陕西、甘肃等地多个金矿项目。公司于 2017 年 2 月收购一冠集团，获取潼关县祥顺矿业 90% 权益。2017 年 4 月收购美晶控股，间接控股洛南县金辉矿业，获取陕西潼鑫矿业 90% 权益。2017 年 11 月完成收购荣成投资，获取潼关县德兴矿业金矿 90% 权益。2018 年 6 月，公司更名为**潼关黄金集团有限公司**。2018 年 12 月完成收购峰扬控股，获取潼关县潼金矿业 90% 权益。2023 年 7 月完成收购宏勇投资，间接持有北东矿业 100% 权益，北东矿业持有一套矿产产权组合，包括 2 个采矿权许可证和 6 项探矿资产；2025 年 3 月，公司拟收购荣昌投资，间接获得北东矿业 3 个探矿证剩余 70% 的权益。2025 年 6 月 2 日，公司与紫金金属正式签署金属流交易协议，建立合作，探索未来发展机遇。

图1：潼关黄金历史大事沿革

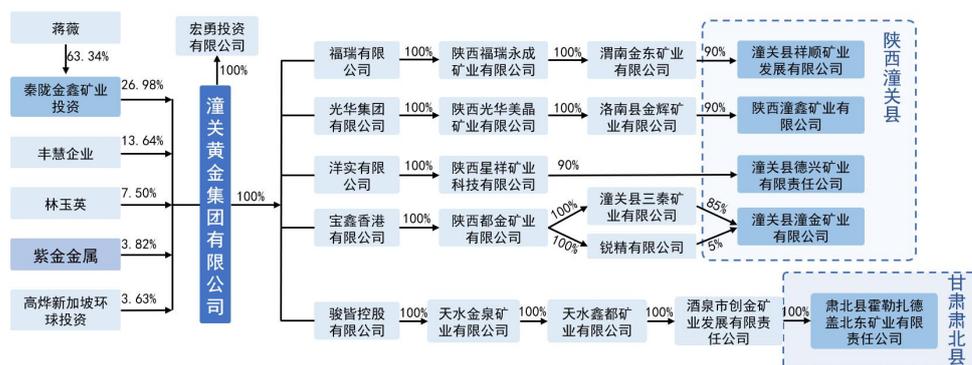


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

### 家族企业，目前单一最大股东为秦陇金鑫矿业

公司最大股东为秦陇金鑫矿业投资有限公司，截至 2025 年 4 月 14 日控股 26.98%；同时紫金金属为主要股东之一，2025 年 4 月 8 日战略入股，持股 3.82%。公司董事会主席为蒋智勇先生。秦陇金鑫矿业由蒋先生之女蒋薇女士控股，持股 63.34%。

图2: 潼关黄金股权结构



资料来源: iFind, 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理, 截至 2025 年 4 月 14 日

## 2022 年起业绩步入上行期

公司主要营收来自黄金开采板块所产金精矿，净利润与金价显著正相关。2024 年实现营业额 16 亿港元，同比增加 7%，实现毛利 5.23 亿港元，同比增加 212%，实现净利 2.11 亿港元，同比增加 310%。营业额增加主要归因于 (i) 矿产黄金的平均销售价上升，经测算矿产金销售价格从 2023 年的 455 元/克增长到 535 元/克；(ii) 2023 年 7 月收购宏勇集团，导致肃北县开采的矿产黄金销售量增加，自产黄金销量由 2023 年的 1.26 吨提升至 2.22 吨；另外，(iii) 2024 年第二及第三季度建设一间新的尾矿库，导致潼关县选矿厂的运营暂停，因此潼关县开采的矿产黄金销售量下降；(iv) 黄金回收业务的销售量下降。营收结构方面，公司以黄金开采业务为主，2024 年开采业务收入 13 亿港元，占收入的 81.2%。

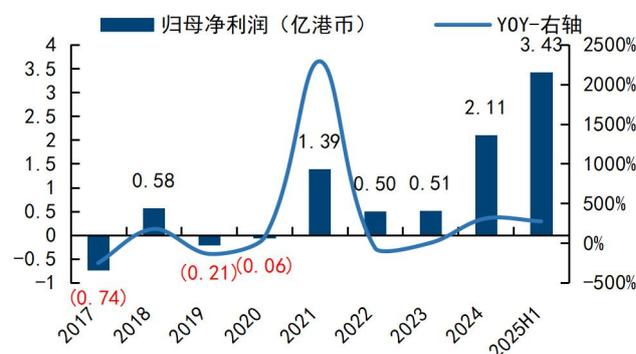
自 2021 年以来，公司通过加大自有矿石开采力度，不断提升黄金产量，并逐步退出低毛利的黄金回收贸易业务利润质量逐步改善；2022 年，新冠防疫政策导致公司年内有所停产，产销量减少；2023 年，加工金精矿品位由 2022 年的 5.15 克/吨减少至 3.6 克/吨，导致黄金开采业务销售成本有所上涨。目前，公司业绩呈现“量价齐升”的良性驱动，盈利能力显著增强。随着自产黄金进一步扩产，叠加黄金价格持续景气，公司业绩有望延续 2024 年高增长态势，进入利润释放新阶段。公司毛利率和净利率显著增长，2025H1 毛利率增至 51.5%，净利率增至 33.3%。

图3: 公司营业收入及同比增速



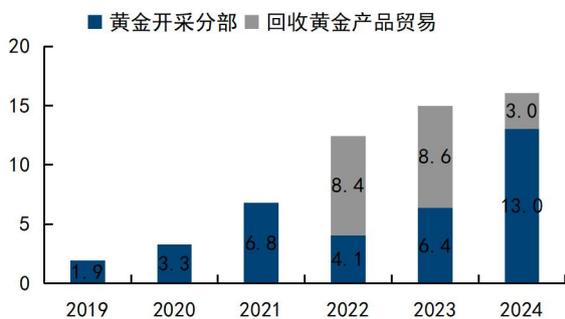
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司净利及同比增速



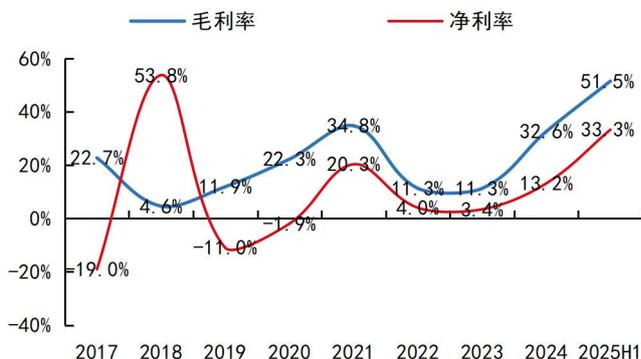
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司营业收入构成 (亿港元)



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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

## 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 9 月 12 日), 美元指数已下跌 10.0%: 9 月 12 日, 美元指数跌至 97.6178, 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



图8: 金价和美元指数的反向关系



资料来源：WIND，国际货币基金组织，国信证券经济研究所整理

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

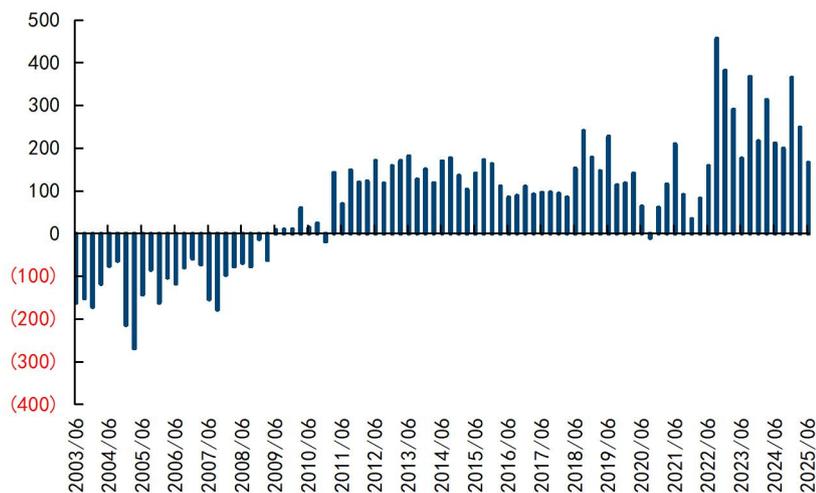
黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平。作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。近年来，全球风险事件多发，为应对逆全球化的发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。而对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。

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）



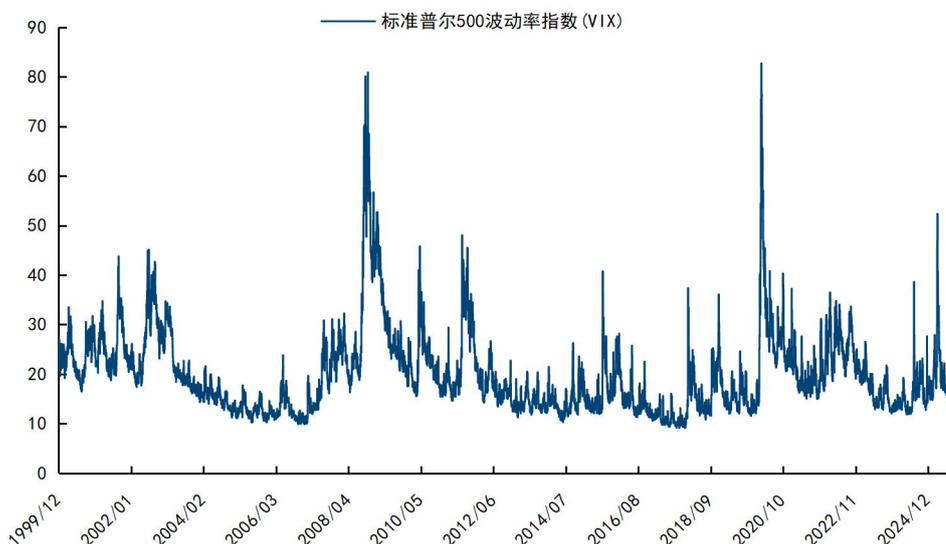
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 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。2025年9月俄防空系统多次击落大量乌军无人机（如9月14日单点击落340架、9月15日击落158架），显示俄乌冲突已进入“无人机消耗战”新阶段。

**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；2025年9月以来，以色列的军事行动骤然升级，72小时内对6个国家及地区发起袭击，将巴以冲突的烈度推向新高。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

## 持续扩资源，在产和储备矿山并重

公司目前运营矿山基地两处，分别为陕西潼关县和甘肃肃北县。

公司目前运营矿山基地两处，分别为陕西潼关县和甘肃肃北县。

**陕西潼关矿区最终产品为金精粉，客户为有色金属冶炼生产商。**潼关资产通过祥顺矿业、潼鑫矿业、德兴矿业及潼金矿业四间公司控制位于潼关的七个采矿权及四个探矿权，采矿权和探矿权总面积分别达到 16.3 平方公里、20.9 平方公里；潼关矿区以祥顺矿业为主，该公司 2017 年 6 月开始兴建日产量 1500 吨的选厂，已经于 2020 年 7 月建成并完成调试，是一家集黄金矿产勘探、采选于一体的黄金联合矿业企业，足以满足其余几家公司的选矿要求。2024 年潼关矿区祥顺矿业产黄金 0.46 吨（2023 年产量 0.86 吨），原因系建设新尾矿库，2024 年 Q2 和 Q3 暂停潼关选矿厂的运营。潼鑫矿业探矿权成功转换为采矿权，德兴矿业正在进行探矿权转采矿权工作，潼金矿业未进行勘探活动。

**甘肃肃北矿区最终产品为合质金，客户为黄金精炼公司或经黄金精炼公司加工成为标准金，可在上海黄金交易所卖出。**甘肃资产通过北东矿业控制位于甘肃的两个采矿权及三个探矿权，采矿权和探矿权总面积分别达到 35.6 平方公里、35.5 平方公里。肃北县霍勒扎德盖北东矿业有限责任公司成立于 2007 年 3 月，注册资本 3000 万元，是一家集黄金矿产勘探、采选冶于一体的黄金联合生产企业。公司位于甘肃省肃北县北山区马鬃山镇境内，位于酒泉市北西 346° 方向，距酒泉市 460 公里；肃北县城 430 公里；新疆哈密市 300 公里。矿山与马鬃山镇有简易柏油公路相连，与国道 312 线和兰新铁路线均有柏油路相通，交通便利。2024 年甘肃矿区产黄金 2.06 吨（2023 年产量 0.50 吨），公司 2025 年与紫金金属流协议针对北东金矿进行。

表1: 公司矿山和冶炼厂

序号	公司	业务	上市公司权益	产能/产量
1	祥顺矿业	矿山	90%	2023 年产金 0.86 吨, 2024 年产金 0.46 吨
2	潼鑫矿业	矿山	90%	完成探转采
3	德兴矿业	矿山	90%	正在进行探转采工作
4	潼金矿业	矿山	90%	尚未勘探
5	北东矿业	矿山	100%	2023 年产金 0.50 吨, 2024 年产金 2.06 吨
6	北东矿业冶炼厂	冶炼	100%	选矿厂 1350 吨/天, 年处理 44.5 万吨 (330 天)
7	潼关选矿厂	选厂	90%	选矿厂 1500 吨/天, 年处理 49.5 万吨 (330 天)

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

### 金矿资源平均品位高达 8.26 克/吨

公司矿山资源位于陕西潼关及甘肃肃北，截至 2024 年底，公司总黄金储备资源量约 55.0 吨，当年矿山产金 2.5 吨。以下为公司截至 2024 年黄金资源量表：

表2: 公司黄金资源量

矿场	类别	矿石量 (kt)	金品位 (g/t)	金属量 (t)	金属含量 (koz)
肃北县矿场	控制	1,282.50	10.59	13.6	479
	推断	652.5	9.46	6.2	217.7
	总计	1,935.0	10.21	19.8	696.7
潼关县矿场	控制	3,796.6	7.5	28.5	1,004.30
	推断	915.2	7.31	6.7	235.9
	总计	4,711.8	7.46	35.2	1,240.20

总计	控制	5,079.10	8.29	42.1	1,483.30
	推断	1,567.7	8.23	12.9	453.6
	总计	6,646.80	8.26	55.0	1,936.90

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

截至 2024 年，公司矿石量合计 665 万吨，金金属资源量 55.0 吨，平均金品位高达 8.26 克/吨，属于高品位金矿，远超全球前 50 座最大金矿的平均品位 5.3 克/吨，显著高于行业均值。在开发方面，2024 年，祥顺、德兴、潼鑫及北东矿业合计完成坑探工程约 20782 米，钻探工程约 63315 米。祥顺、北东矿业已进入常态化生产，是公司当前产量的核心支撑；潼鑫、潼金、鑫都及创金矿业则处于前期建设或勘探阶段，尚未开展实质采矿。

### 黄金开采始于潼关矿区

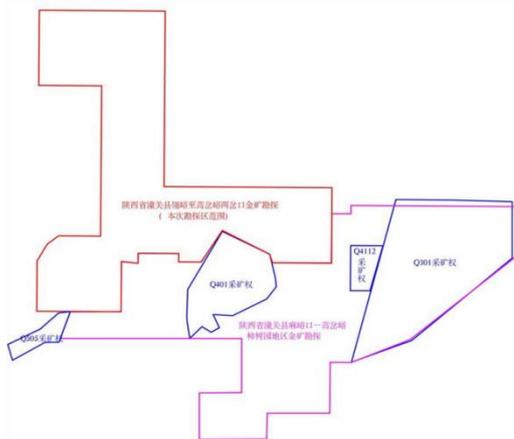
陕西潼关县仍是公司传统核心区，以祥顺矿业为在产矿山，叠加德兴、潼鑫、潼金等子公司矿权，构成簇群式分布的矿权格局。祥顺矿业在区域选矿体系中处于核心地位；德兴矿业探转采工作稳步推进；潼鑫矿业已实现探转采；潼金矿业规模虽小，但深部探矿权具备增储潜力。

### 祥顺矿业：在产金矿，自营选矿厂

公司持有潼关县祥顺矿业 90% 间接股权，主要于中国陕西省潼关县经营，从事黄金及相关产品之勘探、开采、选矿及销售业务。潼关县地处陕西省关中平原东端，陕西省、山西省、河南省三省交界。外接陇海铁路、西安—潼关 G30 高速公路及 G310 国道，交通基础设施完善。集团勘探及开采项目位于小秦岭金矿区，位处秦岭岩层之最北边，属中国第二大金矿带。地理位置得天独厚，黄金开采历史悠久。祥顺矿业自营选矿厂。受惠于高品位的采出矿石，选矿厂只须使用简单传统的浮选技术，即能达到良好及具成本效益的生产水平，产出优良的金精矿产品售予当地冶炼厂进行下游冶炼。截至 2017 年收购时间点，祥顺矿业已探明与推断资源量合计约 8.15 吨，是潼关黄金的重要资源组成部分。

地理分布上，祥顺矿业周边矿权设置较为密集，除祥顺矿业自有的 Q301、Q401、Q198、Q4112 等采矿权及 Q4114 等探矿权外，还分布有公司的潼金矿业、德兴矿业、盛合矿业等矿山的探采矿权。整体呈簇群式分布，矿权之间空间距离较近，具备较强的区域集中度。

图11：潼关县祥顺矿业工作区及周边矿权设置示意图



资料来源：政府信息公开，国信证券经济研究所整理

祥顺矿业在区域选矿协作中具有核心地位。由于潼关县境内黄金矿山规模普遍偏小，区域协同加工与尾矿库共用现象突出。在选矿及加工环节，祥顺矿业金矿浮选厂规模为1500吨/日，原设计为3000吨/日，配套尾矿由郭家城尾矿库承担。选厂矿石来源主要包括两部分：一是祥顺及其母子公司在采探矿权范围内资源量；二是潼关县境内14户规模偏小、设备老旧、环保设施不达标的黄金矿山企业，其矿石按照“七统一”规定集中交由祥顺加工。工艺上，选厂产品为金精粉、尾矿及粉尘，金精粉对外销售，尾矿则通过渣浆泵房及尾矿管道统一输送至郭家城尾矿库。

尾矿库于2025年2月完成验收，设计服务年限8.46年。祥顺矿业尾矿库重大变动环评已于2021年12月被予以批复，受郭家城尾矿库库容的影响，重大变动环评批复中仅运行已建成的一条1500吨/日浮选生产线，另一条备用，但备用生产线启用须另行办理环评手续。尾矿库工程自2024年3月开工建设，2024年11月建成并投入试运行，2025年2月完成竣工环保验收，尾矿库总库容292.57万立方米、有效库容248.6万立方米。

### 潼鑫矿业：已实现探转采，伴生银铜价值突出

公司通过洛南县金辉矿业有限公司持有陕西潼鑫矿业有限公司90%间接权益，主要于中国陕西省潼关县及洛南县经营，从事勘探黄金及相关矿物。潼鑫矿业由公司于2017年收购所得，时公司拥有一套矿产产权组合，其中包括两个探矿许可证。其中一处为翎峪至蒿岔峪两岔口金矿，目前已于2024年完成探转采工作，正进行安全设施相关建筑项目设计；而另一处洛南县的孙家沟探矿权在陕西省自然资源厅显示探矿权已于2020年8月31日注销。

表3：潼鑫矿业金矿矿权详情

矿权证情况	金矿	到期日	资源量	覆盖范围 (km <sup>2</sup> )	矿权证编号
采矿权	潼关县翎峪至蒿岔峪两岔口金矿	2028年3月10日	控制 2.0吨+推断 3.2吨	7.03	06100002023034110 154827

资料来源：陕西省自然资源厅，陕西省生态环境厅公告，国信证券经济研究所整理

潼鑫矿业紧邻祥顺矿业，位于其西北方位的翎峪至蒿岔峪两岔口金矿区，采矿权面积7.03平方公里，开采标高145~1384米，采用地下开采方式，设计生产规模9万吨/年，服务年限约11.66年。矿石平均品位为6.23g/t，所采矿石全部送至同属潼关黄金集团的祥顺矿业金矿浮选厂进行选矿，未新增独立选矿设施。

根据《陕西省潼关县翎峪至蒿岔峪两岔口金矿勘探报告》及相关备案文件，截至2017年7月31日，潼鑫矿业资源量金金属量约7.08吨，平均品位6.21g/t。其中，探明资源量（331类别）含金1836公斤，平均品位5.98g/t；控制资源量（332类别）含金1991公斤，平均品位6.54g/t；推断资源量含金3249公斤，平均品位6.16g/t。除黄金外，矿区伴生银13.80吨，平均品位12.12g/t，以及铜金属量3888吨，平均品位0.34%。整体上，潼鑫矿业具备较高的品位水平和伴生金属价值，是潼关黄金在潼关县矿区资源结构中的重要组成部分。

### 德兴矿业：区域重要储量，探转采进行中

公司间接持有潼关县德兴矿业有限责任公司90%权益，主要于中国陕西省潼关县经营，从事勘探及开采黄金及相关矿物。潼关县德兴矿业有限责任公司拥有一套矿产产权组合，其中包括一个探矿许可证及一个采矿许可证，2024财年探矿权转

采矿权工作正在进行。采矿与探矿权综合，德兴矿业控制和推断资源量合计 12.7 吨，是潼关黄金在潼关县区域的重要储量组成部分。2024 年公司年报披露，探转采工作开发利用方案已评审完成及目前正编制环境恢复与治理方案及采矿与安全设施设计。

表4: 德兴矿业金矿矿权详情

矿权证情况	金矿	到期日	资源量（截至收购 2017 年 10 月）	覆盖范围（km <sup>2</sup> ）	矿权证编号	金矿所在地
采矿权	Q315M	2026 年 4 月 11 日	控制 1.8 吨+推断 0.2 吨	1.28	G61000020110 34120109779	潼关县
探矿权	Q315E-陕西省潼关县麻峪西岔一带金矿勘探（保留）	2025 年 5 月 13 日	控制 8.6 吨+推断 2.1 吨	5.52	T61120090602 030474	

资料来源：公司公告，陕西省自然资源厅，国信证券经济研究所整理

整体来看，德兴矿业已探明和推断的金资源量合计约 12.7 吨，其中探矿权区域占比超过 80%，体量大，且局部矿段品位突出，未来若顺利完成探转采，有望显著提升潼关黄金的整体资源量与产能潜力。采矿权范围内合计控制资源量约 1.76 吨，品位 8.42 克/吨，推断资源量 0.22 吨，品位 4.97 克/吨，金金属量合计 1.98 吨，品位水平处于潼关县金矿带中等偏上的水平。探矿权范围内金金属控制资源量达到 8.60 吨，平均品位 7.30 克/吨、推断资源量 2.12 吨，平均品位 8.26 克/吨，金属量合计约 10.7 吨，远高于采矿权部分。局部品位突出，例如#5 区段品位超过 15 克/吨。

表5: 德兴矿业采矿许可证区域 Q315 资源品位（截至 2017 年 6 月 1 日）

区域	类别	金品位(克/吨)	金金属含量(吨)	金金属含量(盎司)
#3	控制	7.23	0.92	29620
	推断	4.64	0.04	1197
#7	控制	10.27	0.84	27166
	推断	5.04	0.18	5853
总计	控制	8.42	1.76	56785
	推断	4.97	0.22	7050

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表6: 德兴矿业探矿许可证区域 Q315 资源品位（截至 2017 年 6 月 1 日）

区域	类别	金品位(克/吨)	金金属含量(吨)	金金属含量(盎司)
#3	控制	6.78	4.98	160533
	推断	6.91	0.89	28755
#4	控制	6.37	1.18	38015
	推断	7.94	0.26	8452
#5	控制	16.25	2.00	64476
	推断	15.02	0.78	25195
#7	控制	3.28	0.44	14284
	推断	4.38	0.19	6075
总计	控制	7.30	8.60	277307
	推断	8.26	2.12	68477

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从区域格局来看，德兴矿业的 Q315M 采矿权与 Q315E 探矿权呈毗邻分布，位于潼关县金矿成矿带集中区，与祥顺矿业、潼金矿业等多家企业矿权相互邻近，形成集群式分布格局。

### 潼金矿业：深部探矿权储备

公司持有潼关县潼金矿业有限责任公司 90%间接权益，主要于中国陕西省潼关县经营，从事勘探及开采黄金及相关矿物。潼关县潼金矿业有限责任公司拥有一套矿产产权组合，其中包括两个探矿许可证及两个采矿许可证。潼金矿业同样与祥顺、德兴矿业的矿区相邻，选矿加工体系协同，也与盛合选矿厂有合作关系。潼金矿业矿权规模虽不大，单体矿权覆盖范围多在 1 平方公里以内，但其拥有深部探矿权与勘探权，未来具备一定增储潜力。2024 年度无采矿活动。

表7: 潼金矿业金矿矿权详情

矿权证情况	金矿	到期日	覆盖范围 (km <sup>2</sup> )	矿权证编号
采矿权	Q261 金矿脉	2026 年 11 月 27 日	0.23	C6100002011034120109490
采矿权	潼峪矿区 Q505 金矿脉	2025 年 12 月 8 日	0.37	C6100002011034120109524
探矿权	太峪金矿区 Q261 号金矿脉深部 (670 米标高以下)	2028 年 10 月 31 日	0.22	T61120091202037655
探矿权	太峪岗沟金矿勘探 (保留)	2029 年 12 月 1 日	0.79	T6100002008124010019509

资料来源：陕西省自然资源厅，国信证券经济研究所整理

### 甘肃矿区形成重要支撑

集团通过天水鑫都矿业有限公司、酒泉市创金矿业发展有限责任公司持有肃北县霍勒扎德盖北东矿业有限责任公司 100%间接权益，主要于中国甘肃省肃北县及瓜州县经营，从事勘探及开采黄金及相关矿物。天水鑫都、酒泉创金及北东矿业拥有一套矿产产权组合，其中包括两个采矿许可证及六项探矿资产。公司 2023 年通过布局收购甘肃黄金资产，甘肃矿区为新晋主力，对公司产量形成支撑。

公司在甘肃的矿权主要分布于酒泉市肃北蒙古族自治县，另辅以瓜州县。肃北县为核心布局，有北东金矿与 460 金矿 2 宗采矿权，以及 3 宗探矿权，控制和推断资源量约 22.9 吨黄金，具备较强勘探潜力；酒泉创金矿业在霍勒扎德盖西金多金属矿与 703 号北金多金属矿拥有 2 宗探矿权，覆盖面积 18.4 平方公里；瓜州县区域，公司通过天水鑫都矿业持有平梁东金多金属矿 1 宗探矿权。截至 2024 年 12 月 31 日，潼关黄金在甘肃地区的三家子公司均开展了勘探工作。北东矿业采用坑道探矿、地表钻探和坑内钻探相结合；鑫都矿业开展了土壤勘探、地质勘探、沟槽工程和钻井工程；创金矿业同样进行了土壤、地质、沟槽及钻井等多种勘探作业。整体来看，公司已在肃北和瓜州形成较为系统的勘探布局。甘肃作为公司新开拓主力，探采双增，具备中长期增长潜力。

表8: 甘肃区域金矿详情

所属子公司	金矿名称	金矿区块	所在地	矿权证情况	资源量 (截至收购日期)	覆盖范围 (km <sup>2</sup> )	矿权证编号	收购公告日期	收购公告中矿权证到期日
北东矿业	北东金矿	Q1	肃北县	采矿权	控制 0.8 吨 + 推断 0.05 吨	3.64	C6200002011114120120526	2023.07.07	2013 年 10 月至 2024 年 8 月
	460 金矿	A104、A106-2、A106-4、A106-6、A109、A113、A116、B203、B204、B211、B212、D348-5、D348-9	肃北县	采矿权	控制 15.8 吨 + 推断 5.3 吨	31.91	C6200002011104220119784	2023.07.07	2013 年 10 月至 2026 年 10 月

天水鑫都	平梁东金多金属矿	-	肃北县	探矿权	-	3.63	T62000020 220140500 56664	2023.07.07	2022年1月至 2027年1月
		-	肃北县	探矿权	-	1.22	T62000020 220140500 56665	2023.07.07	2022年1月至 2027年1月
酒泉创金	霍勒扎德盖西金多金属矿 703号北金多金属矿	A104、D348-5	肃北县	探矿权	控制 0.08 吨+推断 0.84 吨	30.65	T62000020 220140500 56666	2023.07.07	2022年1月至 2027年1月
		-	瓜州县	探矿权	-	5.33	TKQ202300 12	2023.07.07	探矿权许可证 之首个注册期 为5年
		-	肃北县	探矿权	-	8.13	TKQ202300 13	2023.07.07	探矿权许可证 之首个注册期 为5年
-	肃北县	探矿权	-	10.25	TKQ202300 14	2023.07.07	探矿权许可证 之首个注册期 为5年		

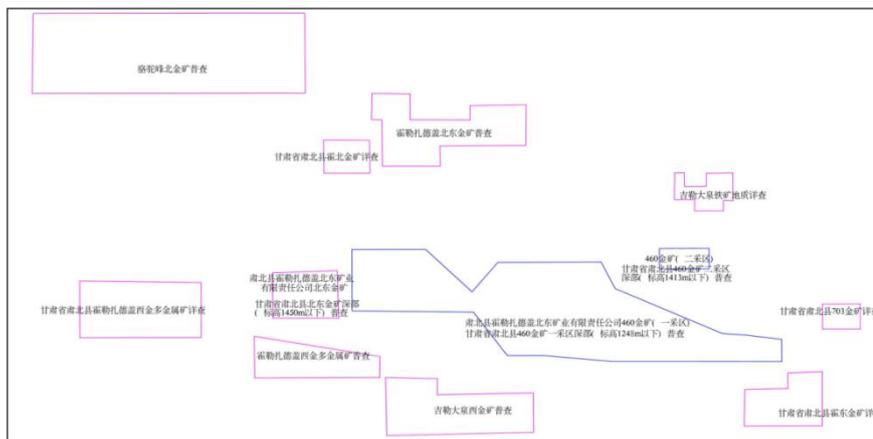
资料来源：公司公告，相关金矿勘查实施方案，国信证券经济研究所整理

注：探矿权期限满可以续期，采矿权期限满需要继续采矿的，采矿权人应当在采矿许可证有效期届满的30日前登记手续。

**增长潜力方面，与紫金黄金流协议助力项目发展。**2025年4月，公司与紫金矿业旗下的紫金金属有限公司签署了一份长期黄金流协议。根据该协议，紫金将预付2500万美元现金作为前期资金支持，公司承诺未来从肃北北东矿业交付一定数量的黄金（总量约422公斤，分阶段按季度固定交付）。在矿山产量超过2.5吨/年时，紫金还享有1%的“额外应付黄金”权利。协议期设定为9年，公司同时保留在2030年底或累计交付330公斤后，以700万美元回购剩余金属流的选择权。该协议在锁定部分产量收益的同时引入2500万美元前期资金，相较股权融资摊薄较低，同时通过与紫金建立绑定关系，提升了项目开发的资金可得性与稳定性。

**选矿冶炼方面，截至2023年5月，北东金矿区矿石品位较低，北东金矿区需与460金矿区矿石进行配矿选冶，配矿比为1:2.5。**据甘肃省肃北县460金矿深部勘察实施方案（补充方案）披露，北东公司选冶车间由两个选矿车间和一个冶炼车间组成。两个选矿车间设计规模分别为日处理900吨和日处理450吨；选矿车间实际处理矿量可达1200吨/日。两个选冶车间工艺流程均采用全泥氰化炭浆吸附工艺。矿业智能化不断发展。2025年公司投资1.2亿，开始进行450吨智能选厂的改建升级，进行标准化化验室、维修车间以及油库等的配套设施建设，计划2025年12月底投产，建成现代化智能工厂，向智控、本质安全、创新驱动转型。

图12：肃北县霍勒扎德盖北东矿业工作区及周边矿权设置示意图



资料来源：政府信息公开，国信证券经济研究所整理

地理分布上，多个矿区距离相近，便于协作整合。截至目前，公司在肃北县矿场控制金金属量约 13.6 吨、推断资源量约 6.2 吨，矿石品位分别为 10.6 克/吨与 9.5 克/吨，合计资源量 19.8 吨，平均品位 10.2 克/吨，体现出较高的资源品位与进一步增储潜力。

### 三年内产量增量主要来自潼关矿区

公司采矿业务主要包括销售金精粉及合质金。潼关矿区仅祥顺矿业在产，目前 1500 吨的选厂建成并完成调试，足以满足未来几家公司的选矿增量；甘肃矿区北东矿业助力公司产量新高，自有选厂 1350 吨逐步达产。如果按照选厂年运行 330 天，公司两地矿区年处理量合计可达 94 万吨（潼关 49.5 万吨，甘肃 44.5 万吨），2024 年公司实现 50.07 万吨的地下采矿量，实现 45.77 万吨的矿石加工产量，距离满产仍有较大增长空间。

图13: 公司地下采矿产量以及矿石品位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 公司加工矿石产量以及平均金品位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

其中，潼关地区 2024 年仅生产黄金 0.46 吨，由于建设新尾矿库，2024 年 Q2 和 Q3 暂停潼关选矿厂的运营，较 2023 年的 0.86 吨有所下降，后续随着选矿厂产能爬坡，产量有望达到 1.5 吨。而甘肃地区 2024 年生产黄金 2.06 吨，后续产量有望达到 2.6 吨。北东矿业持有两个采矿许可证，分别为“北东金矿”、“460 金矿”；460 和北东金矿区范围内共查明有一定规模含金石英脉 35 条，赋存于下石炭统浅变质岩和华里西中期花岗闪长岩中，走向长度可达到几百米。目前开发利用的金矿体有 15 条。金矿类型主要为金石英脉型为主，次为蚀变岩型。北东矿业的高品位和勘探潜力为公司资源增长打开空间。

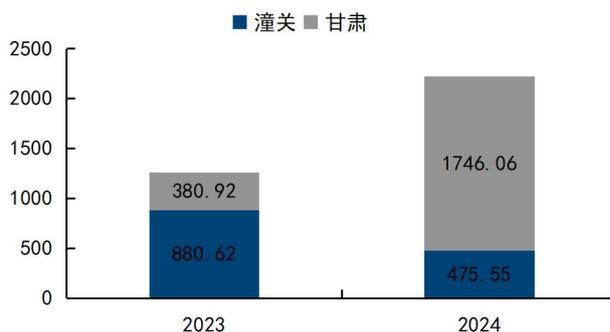
2024 年公司生产黄金 2.5 吨，较 2023 年大幅增长 85.3%，核心系 2023 年月 7 收购北东矿区，采矿参量和加工矿石量同步增长，处理矿石品位有所上升。另外，我们关注到 2023 年和 2024 年企业尚未实现 100% 产量外销，约留存库存 0.4 吨，在高金价背景下，库存金的销售有望增厚今年业绩。

图15: 采矿金产量 (千克)



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

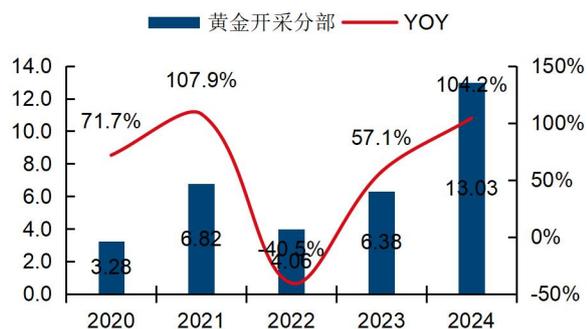
图16: 采矿金销量 (千克)



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

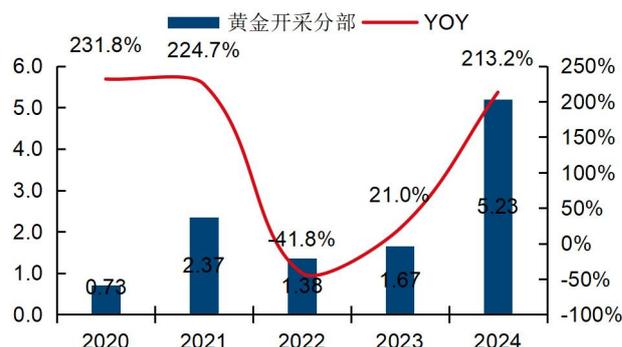
受益于金价上涨以及入选品位提升, 2024 年采矿毛利大幅增长 213%。采矿分部 2024 年总收入为 13.0 亿港元, 同比增加 104%, 受黄金价格上涨以及矿石加工量提升影响较大。采矿分部产金 2.52 吨, 销售 2.22 吨, 采矿分部毛利 5.2 亿港元, 同比增加约 213%。

图17: 黄金开采分部营业收入 (亿港元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

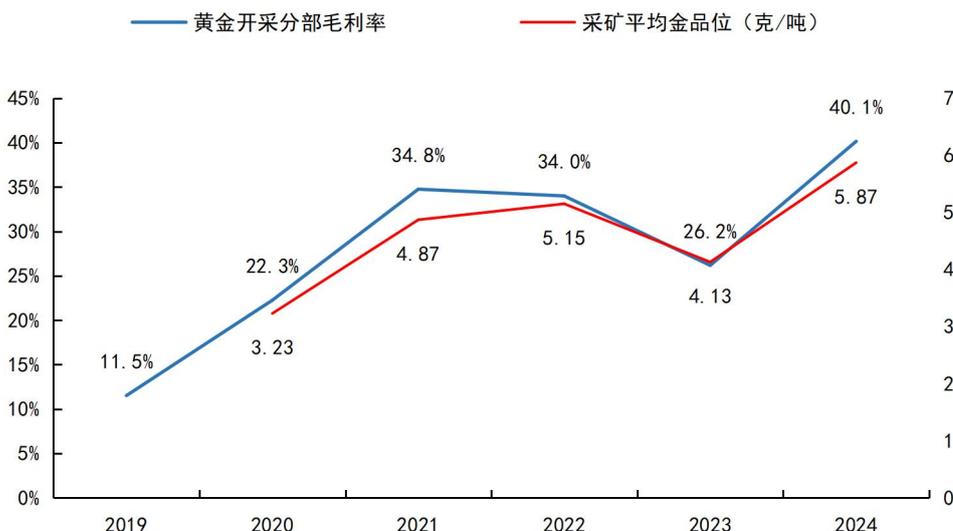
图18: 黄金开采分部毛利 (亿港元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

近年来采矿业务毛利率跟随开采矿石有所波动, 2024 年毛利率为 40.1%, 相较 2023 年的 26.2% 有显著增长。一方面主要受惠于金价上升, 另一方面受益于公司采矿金品位及矿石加工金入选品位有所增长。

图19: 采矿分部毛利率以及采矿平均金品位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 财务分析

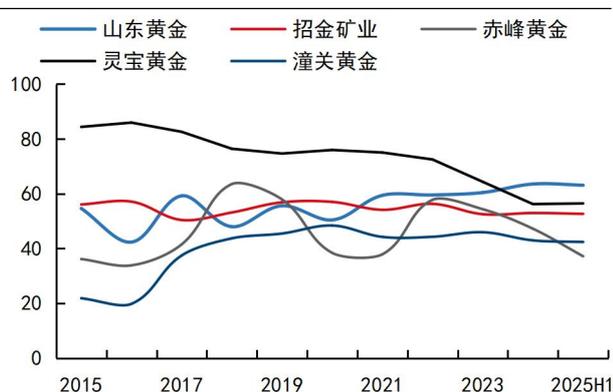
### 资本结构及偿债能力分析

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。

2025H1 年公司资产负债率 42.4%，有息负债率 15.9%，权益乘数 1.74，公司资产负债率整体处于同类公司较低水平，仅略高于赤峰黄金，显著低于龙头山东黄金和招金矿业。

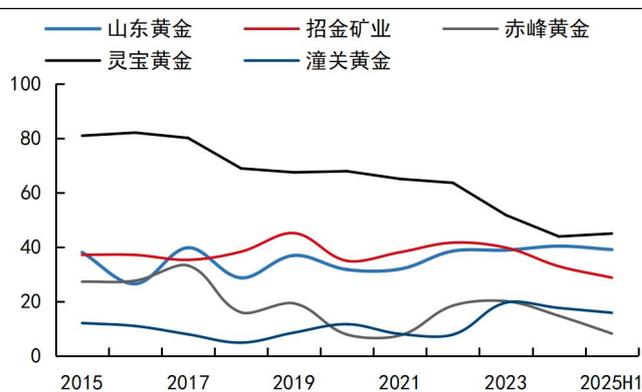
公司 2025H1 年流动比率 0.81、速动比率 0.72，均处于同业中等水平。

图20: 可比公司资产负债率



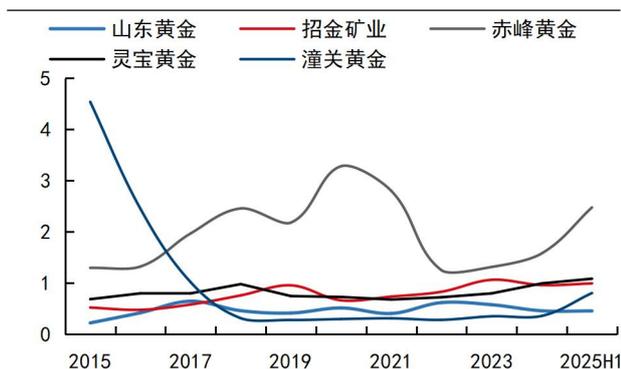
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 可比公司有息负债率



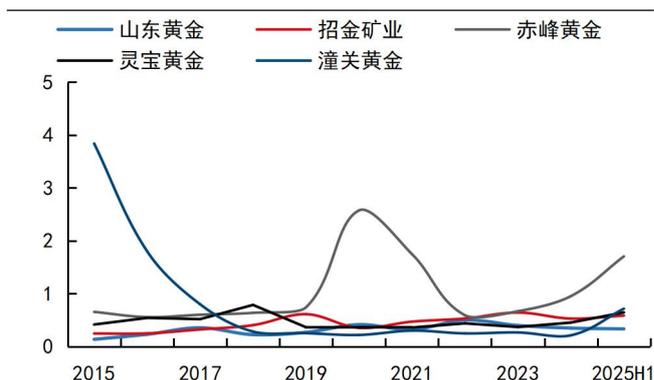
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 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23: 可比公司速动比率

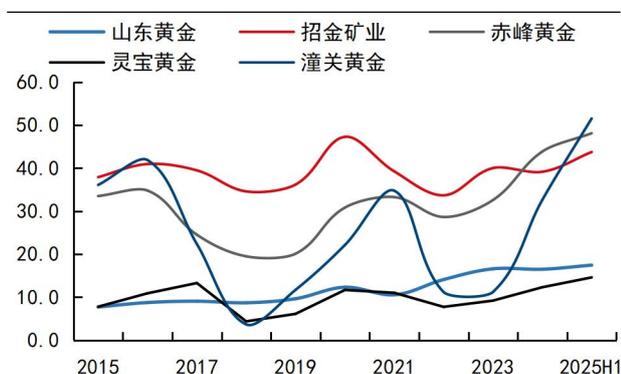


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 盈利能力分析

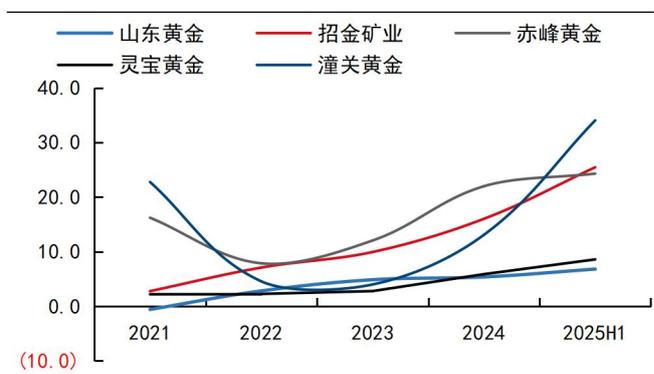
2025H1 公司毛利率、净利润率分别为 51.5%、34.1%，高于同业的原因系业务结构差异，公司聚焦于黄金矿产的高毛利率采选环节。若聚焦自产金业务，2024 年公司采矿分部营收 13 亿港币，毛利 5.2 亿，矿产金业务毛利率达 40.1%，而 2024 年赤峰黄金矿产金业务毛利率 46.96%，山东黄金自产金业务毛利率 47.05%，灵宝黄金矿产金业务净利率高达 43.1%，其中境内采矿净利率达 47.4%。公司与上述公司的差距核心系公司矿产规模仍较小，产能尚未充分释放，达产后成本有望进一步下降。2022 年起，公司净利率稳步抬升。

图24: 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25: 可比公司净利率

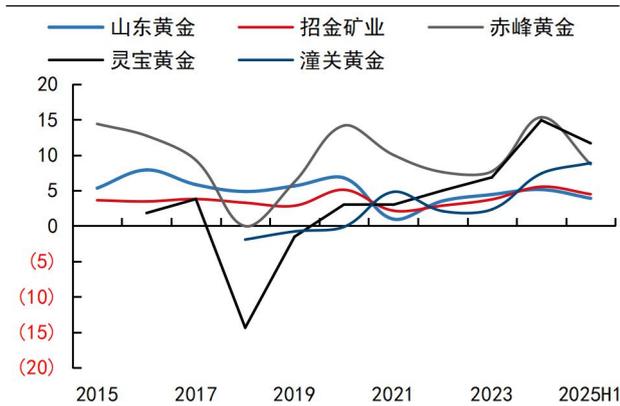


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

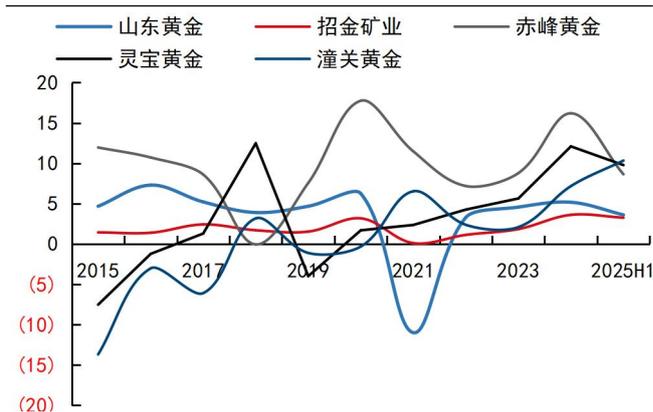
2025H1 公司总资产收益率为 8.9%，处于同业高位，盈利能力强，投入资本回报率 (ROIC) 10.3%。综合比较而言，公司的盈利能力领先同业。

图26: 可比公司总资产收益率

图27: 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

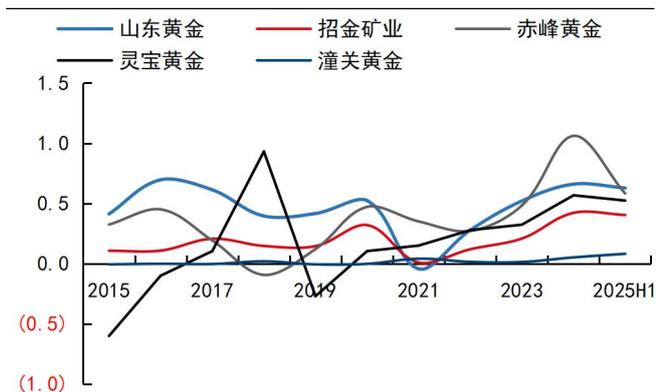


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 成长性分析

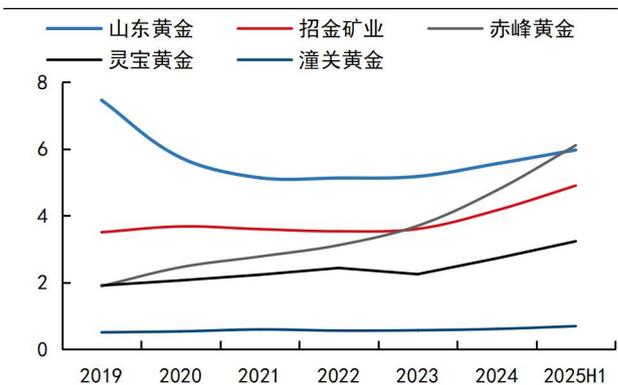
随着黄金价格上涨和黄金产量迈入新阶段,公司的收入和利润规模增长表现突出,2022-2024 年公司收入复合增速 33%,归母净利复合增速 15.0%。2024 年公司每股收益 0.05 港元,每股净资产 0.56 港元。

图28: 公司 EPS



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29: 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 7.8/10.5/12.6 亿港元,利润年增速分别为 269%/34%/21%。每股收益 2025-2027 年分别为 0.18/0.24/0.29 港元。

**黄金开采分部:** 公司未来战略目标是加大对甘肃和潼关等地区成矿规律的研究,积极整合;通过外延并购实现增长;与紫金开展战略合作;争取明年进入港股通。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 2850 吨,产能尚未打满,预计后续产能利用率逐年抬升预计 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 2.78 吨, 3.45 吨, 4.11 吨。2025 年贵金属价格强势上行,金价银价屡次创下历史新高,截止 2025 年 9 月中旬,黄金现价高达 830 元/克,年内黄金均价超 740 元/克,较 2024 年 557 元/克的均价涨幅高达 33%。

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。经测算，2024年黄金开采分部单位销售成本为320.5元/克，较2023年的336.1元/克小幅下降，预计后续成本跟随通胀小幅增长。价格方面，预计黄金价格维持高位，2025-2027年均价为750/800/820元/克。我们预计采矿分部2025-2027年营收为21.8/28.8/35.2亿港元，金矿成本维持分别为330/340/350元/克，2025-2027实现毛利11.8/16.1/19.6亿港元。

**回收黄金贸易：小规模微利运行。**

表9: 潼关黄金业务拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>黄金开采分部</b>					
收入（亿港元）	6.38	13.03	21.77	28.82	35.20
增速		104.23%	67.11%	32.37%	22.11%
毛利（亿港元）	1.67	5.23	11.80	16.07	19.55
增速		213.17%	125.62%	36.22%	21.64%
毛利率	26.18%	40.14%	54.19%	55.77%	55.55%
<b>回收黄金产品贸易</b>					
收入（亿港元）	8.60	3.02	4.03	4.30	4.41
增速		-64.88%	33.54%	6.67%	2.50%
毛利（亿港元）	0.0100	0.0000	0.0040	0.0043	0.0044
增速		-100.00%		6.67%	2.50%
毛利率	0.12%	0.00%	0.10%	0.10%	0.10%
<b>合计</b>					
收入（亿港元）	14.98	16.05	25.81	33.13	39.61
增速		7.11%	60.81%	28.36%	19.56%
毛利（亿港元）	1.69	5.23	11.80	16.08	19.56
增速		208.70%	125.78%	36.21%	21.63%
毛利率	11.30%	32.58%	45.74%	48.54%	49.38%

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25.8/33.1/39.6亿港元，同比+60.81%/+28.36%/+19.56%，毛利率45.74%/+48.54%/+49.38%，毛利11.8/16.1/19.6亿港元，同比+126%/+36%/+22%。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10: 未来3年盈利预测表（百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1605	2581	3313	3961
营业成本	1082	1400	1705	2005
销售费用	0	0	0	0
管理费用	191	361	420	472
财务费用	(31)	(22)	(36)	(42)
营业利润	307	1050	1410	1704
利润总额	307	1048	1408	1702
归属于母公司净利润	211	778	1045	1264
EPS	0.05	0.18	0.24	0.29
ROE	9%	24%	24%	23%

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25.8/33.1/39.6亿港元,归属母公司净利润7.8/10.5/12.6亿港元,利润年增速分别为269%/34%/21%。每股收益2025-2027年分别为0.18/0.24/0.29港元。

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在2.9-3.0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: 2.9-3.5港元/股

未来10年估值假设条件见下表:

表11: 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	60.8%	28.4%	19.6%	3.0%	1.5%	0.8%	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%
营业成本/营业收入	54.3%	51.5%	50.6%	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%
管理费用/营业收入	8.0%	8.0%	8.0%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
销售费用/销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

表12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.31	T	25.00%
无风险利率	1.62%	Ka	8.82%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	1.38
公司股价 (元)	2.17	Ke	9.24%
发行在外股数 (百万)	4398	E/(D+E)	92.87%
股票市值 (E, 百万元)	9543	D/(D+E)	7.13%
债务总额 (D, 百万元)	732	WACC	8.79%
Kd	4.00%	永续增长率 (10年后)	0%

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2.9-3.5港元/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13: 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%	8.79%	9.3%	9.8%
永续增长率变化	1.5%	4.00	3.71	3.47	3.25	3.06
	1.0%	3.83	3.58	3.35	3.15	2.98
	0.5%	3.69	3.46	3.25	3.07	2.91
	0.0%	3.57	3.35	3.16	2.99	2.84
	-0.5%	3.46	3.26	3.08	2.92	2.78

-1.0%	3.36	3.18	3.01	2.86	2.73
-1.5%	3.27	3.10	2.95	2.81	2.68

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：2.3-3.0 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、灵宝黄金作为可比公司。**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。**灵宝黄金** 2024 年保有黄金资源量 132 吨，产量 5.2 吨（-5.73%），规划 2030 年达到 10 吨。

表14：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
<b>潼关黄金</b>	<b>0340.HK</b>	55	2.52	21.8

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

截至 9 月 18 日收盘，上述四家公司 2025 年平均 PE 为 20.1x，和公司静态开采年限较为接近的赤峰黄金 2025 年 PE 为 16.8x，灵宝黄金 2025 年 PE 为 12.4，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（如山东黄金、招金矿业），我们认为赤峰黄金和灵宝黄金的估值水平对公司更加具有参考意义。根据公司产能规划，预计未来黄金产量持续提升，资源内生和外延将同时进行；公司业务结构和成长性以及紫金合作背书或具备些许估值溢价，参考灵宝黄金和赤峰黄金的估值水平，我们认为 PE13-17x 估值较为合理，对应 2025 年股价区间 2.3-3.0 港元/股。

表15：同类公司估值比较（数据截至 2025 年 9 月 18 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	36.10	1611	1.56	1.83	23.1	19.7
1818.HK	招金矿业	-	27.74	983	0.93	1.13	27.9	23.0
600988.SH	赤峰黄金	优于大市	27.40	517	1.63	1.90	16.8	14.4
3330.HK	灵宝黄金	优于大市	16.01	206	1.20	1.28	12.4	11.7
	<b>平均值</b>						<b>20.1</b>	<b>17.2</b>
<b>0340.HK</b>	<b>潼关黄金</b>	<b>优于大市</b>	<b>2.09</b>	<b>92</b>	<b>0.18</b>	<b>0.21</b>	<b>11.8</b>	<b>10.0</b>

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测，山东黄金、赤峰黄金虽有港股，但无市场预测，故选取 A 股做比较，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，潼关黄金 EPS 及市值以港币表示。

### 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 2.9-3.0 港币之间，今年动态市盈率 16.4-17.0 倍，相对于公司目前股价有 39%-44% 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 2.9-3.0 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 16.4-17.0 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 46%/46%/46%，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 2025-2027 年金矿产量分别为 2.78 吨、3.45 吨、4.11 吨，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 年金价分别为 750、800、820 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。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	158	172	1346	2527	3953	营业收入	1497	1605	2581	3313	3961
应收款项	118	88	106	136	163	营业成本	1329	1082	1400	1705	2005
存货净额	88	188	211	260	309	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	129	166	198	销售费用	0	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>364</b>	<b>462</b>	<b>1806</b>	<b>3106</b>	<b>4642</b>	管理费用	85	191	361	420	472
固定资产	1757	1746	1727	1704	1676	财务费用	(21)	(31)	(22)	(36)	(42)
无形资产及其他	2427	2321	2266	2211	2156	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	61	61	61	61	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	0	0	50	100	其他收入	(30)	(56)	209	185	178
<b>资产总计</b>	<b>4555</b>	<b>4594</b>	<b>5864</b>	<b>7136</b>	<b>8640</b>	营业利润	74	307	1050	1410	1704
短期借款及交易性金融负债	444	498	700	700	700	营业外净收支	1	0	(2)	(2)	(2)
应付款项	157	184	77	95	113	<b>利润总额</b>	<b>75</b>	<b>307</b>	<b>1048</b>	<b>1408</b>	<b>1702</b>
其他流动负债	429	600	769	954	1133	所得税费用	15	97	262	352	426
<b>流动负债合计</b>	<b>1031</b>	<b>1282</b>	<b>1546</b>	<b>1749</b>	<b>1946</b>	少数股东损益	9	(1)	8	11	13
长期借款及应付债券	120	32	32	32	32	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>51</b>	<b>211</b>	<b>778</b>	<b>1045</b>	<b>1264</b>
其他长期负债	943	661	881	893	923	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1063</b>	<b>693</b>	<b>913</b>	<b>926</b>	<b>956</b>	净利润	51	211	778	1045	1264
<b>负债合计</b>	<b>2093</b>	<b>1975</b>	<b>2459</b>	<b>2675</b>	<b>2902</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	145	138	146	157	170	折旧摊销	61	111	273	278	283
股东权益	2316	2481	3259	4304	5568	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4555</b>	<b>4594</b>	<b>5864</b>	<b>7136</b>	<b>8640</b>	财务费用	(21)	(31)	(22)	(36)	(42)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(65)	(216)	113	100	120
每股收益	0.01	0.05	0.18	0.24	0.29	其它	9	(1)	8	11	13
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>56</b>	<b>105</b>	<b>1172</b>	<b>1433</b>	<b>1679</b>
每股净资产	0.53	0.56	0.74	0.98	1.27	资本开支	0	(79)	(200)	(200)	(200)
ROIC	3%	8%	24%	35%	46%	其它投资现金流	0	(14)	0	(3)	(3)
ROE	2%	9%	24%	24%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(90)</b>	<b>(200)</b>	<b>(253)</b>	<b>(253)</b>
毛利率	11%	33%	46%	49%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	21%	32%	36%	37%	负债净变化	89	(87)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	28%	42%	44%	45%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	20%	7%	61%	28%	20%	其它融资现金流	(219)	174	202	0	0
净利润增长率	2%	310%	269%	34%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(42)</b>	<b>(0)</b>	<b>202</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资产负债率	49%	46%	44%	40%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>1174</b>	<b>1181</b>	<b>1426</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	143	158	172	1346	2527
P/E	186.3	45.4	12.3	9.2	7.6	货币资金的期末余额	158	172	1346	2527	3953
P/B	4.1	3.9	2.9	2.2	1.7	企业自由现金流	0	43	801	1069	1315
EV/EBITDA	81	26	11	8	7	权益自由现金流	0	151	1019	1096	1347

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 ±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 ±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所提及的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