

潼关黄金 Tongguan Gold Group (0340.HK)

受益于矿产金量价齐升，通过并购及融资支持业务扩张

Benefiting from increase in gold prices and volume & Expansion through M&A and Financing

最新动态

- **受益于矿产金量价齐升，25H1 毛利同比增长 143%。**25H1，集团来自黄金开采业务之营业额约为 10.29 亿港元，同比增加约 60%，主要由于 (i)矿产金平均售价由 24H1 的 499 元/克上升至 25H1 的 666 元/克；及(ii) 矿产金销量由 24H1 约 1.19 吨增加至 25H1 约 1.44 吨。25H1，公司毛利约为 5.30 亿港元（毛利率 51.5%），同比增长约 143%，毛利率增加乃主要由于 25H1 矿产金产量及销售增加及矿产金平均售价上升所致。
- **纳入 MSCI 全球小型股指数成份股，扩大资本市场关注度。**于摩根士丹利资本国际公司（MSCI）2025 年 8 月指数审议结果中，公司已获纳入 MSCI 全球小型股指数成份股，相关调整于 2025 年 8 月 26 日收市后正式生效。获纳入 MSCI 全球小型股指数成份股，不但反映资本市场对本集团的价值及营运策略的认可，也将有效提高集团的国际知名度，吸引更多国际投资者的关注，有助于提升公司的市场流动性及实现公司的投资价值。

动向解读

- **聚焦高回报的金矿开采主业。**25H1，公司正将业务策略从多元化转向专注高回报的金矿开采业务，进一步巩固市场地位。25H1 公司股东应占溢利较上期录得 273% 的显著增长，反映战略重组的成功。集团的黄金回收业务活动包括通过从其他供应链企业购买旧黄金并由分销商精炼，并销售实物金锭。2025H1，黄金回收业务并无进行任何交易。
- **通过并购及融资支持肃北县矿产业务扩张。**2025 年 1 月，集团完成对华升建设投资有限公司的纵向整合收购，提升潼关县生产线的成本效益并强化安全管理。于 2025 年 3 月 7 日，集团宣布横向收购荣昌投资有限公司，此交易预计将扩大集团在肃北县的矿产储量并支持其可持续发展战略。根据 2025 年 6 月 2 日的公告，集团与紫金金属有限公司订立金属流协议，开拓新的融资渠道以支持肃北县的业务扩张。

策略建议

- **盈利预测。**我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.03 亿元、9.76 亿元、12.07 亿港元。结合可比公司估值，给予公司 2026 年 18.5 倍 PE，按照港元兑人民币 0.91 汇率计算，对应目标价为 3.51 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

主要财务数据及预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	1605	2145	2800	3280
同比（%）	7%	34%	31%	17%
归母净利润（百万港元）	211	703	976	1207
同比（%）	310%	233%	39%	24%
EPS（港元/股）	0.05	0.14	0.19	0.23
PE	8.60	18.78	13.52	10.94

资料来源：公司年报（2024），OpendIP 研究所；

表：可比上市公司估值比较（2025年11月14日）

股票代码	公司名称	市值 (亿港元)	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
2899.HK	紫金矿业	8754	320.51	479.14	573.60	25	17	14
2259.HK	紫金黄金国际	3790	34.60	91.65	160.70	100	38	22
1818.HK	招金矿业	1061	14.51	32.15	40.34	67	30	24
6693.HK	赤峰黄金	631	17.64	32.51	38.02	33	18	15
平均						56	26	19

资料来源：OpendIP 研究所

风险提示

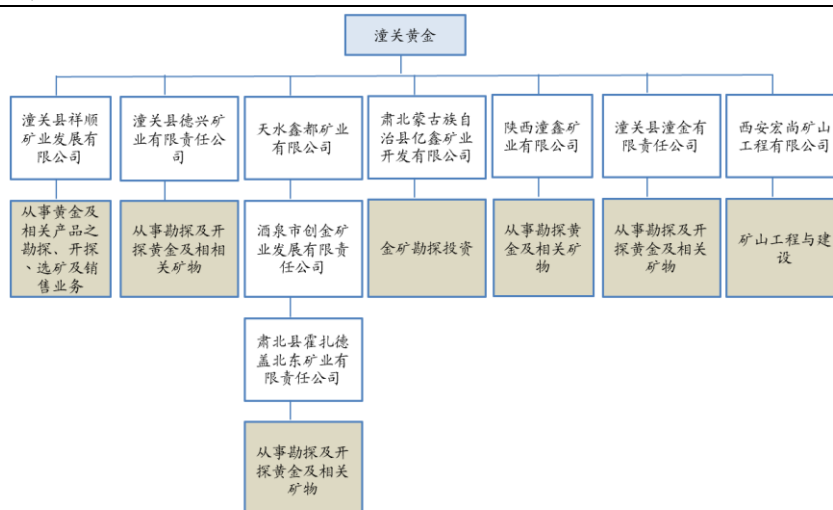
黄金价格波动的风险、项目建设不及预期的风险、监管法规变动的风险。

1. 集团主要从事黄金勘探及开采业务

潼关黄金集团有限公司主要从事黄金勘探及开采业务。公司自 2017 年 1 月完成潼关县祥顺矿业发展有限公司之收购后，于 2017 年 4 月至 2018 年 12 月先后完成潼关地区三家金矿企业的收购，于 2023 年 7 月完成甘肃省酒泉市肃北县霍勒扎德盖北东矿业有限责任公司的收购，进一步扩大了集团公司的资产及黄金资源。使集团公司的产能和盈利水平大幅提高，亦使公司的发展迈入新的阶段。

集团公司不断加大技术研发及甘肃省酒泉市、敦煌市、肃北县等地区矿权拍购的投入，积极引进国内外先进技术，扩大生产规模，提高产能。集团主要从事(i)黄金开采业务，即销售矿产黄金，包括含有黄金勘探、开采、加工及/或冶炼业务之金精矿、金锭及相关产品；及(ii)黄金回收，包括购买旧黄金、精炼及销售金锭。集团主要于中国进行黄金开采业务及黄金回收。

图 1：潼关黄金公司架构



数据来源：潼关黄金官网，OpendIP 研究所

图 2：公司地理位置



数据来源：潼关黄金 2024 年年报，OpendIP 研究所

集团的黄金开采业务为销售矿产黄金，包括金精矿、金锭及相关产品，其中包括

在潼关县及肃北县的黄金勘探、开采、加工及／或冶炼业务。为了在潼关县建设一间新的尾矿库，集团于2024年第2及第3季度暂停潼关县选矿厂的运营。2024年，集团的黄金开采业务营业额约为13.03亿港元，同比增加约104.3%，主要由于以下因素所致：(i)矿产金平均售价由2023年每克460元上升至2024年每克540元之上升趋势；及(ii)矿产金销量由2023年约1.26吨增加至2024年约2.22吨，该增长主要由宏勇集团贡献。销售成本约为7.80亿港元，同比增加约65.6%。因此，该业务产生的毛利约为5.23亿港元（毛利率为40.1%），同比增加约213.3%。毛利率增加主要是由于就加工矿产金的矿石的平均金品位由2023年同期的每吨3.86克增加至2024年的每吨6.11克所致。

表 1: 公司黄金开采业务介绍

子公司名称	子公司业务
潼关县祥顺矿业发展有限公司	集团透过其于潼关县祥顺矿业发展有限公司之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。集团亦自营选矿厂。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。
洛南县金辉矿业有限公司及陕西潼鑫矿业有限公司	集团透过其陕西潼鑫矿业有限公司之90%的间接权益，主要于中国陕西省潼关县经营，从事勘探黄金及相关矿物。
潼关县德兴矿业有限责任公司	集团透过其于潼关县德兴矿业有限责任公司之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。
潼关县潼金矿业有限责任公司	集团透过其于潼关县潼金矿业有限责任公司之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一个采矿许可证。
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及肃北县霍勒扎德盖北东矿业有限责任公司	集团透过其于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及肃北县霍勒扎德盖北东矿业有限责任公司之间接权益，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。天水鑫都矿业有限公司、酒泉市创金矿业发展有限责任公司及肃北县霍勒扎德盖北东矿业有限责任公司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。

数据来源：潼关黄金官网，OpendIP 研究所

根据《澳大拉西亚勘探结果、矿产资源及矿石储量报告规则》（“JORC 规则”），集团截至2024年12月31日的金矿黄金矿物资源资料如下：

表 2: 公司矿产资源（截至2024年12月31日）

潼关县矿场			
	矿石量	金品味（克/吨）	金属含量（吨）
控制	3796.6	7.5	28.5
推断	915.2	7.3	6.7
总计	4711.8	7.5	35.2
肃北县矿场			
控制	1282.5	10.6	13.6
推断	652.5	9.5	6.2
总计	1935.0	10.2	19.8
总计			
控制	5079.1	8.3	42.1
推断	1567.7	8.2	12.9
总计	6646.8	8.3	55.0

数据来源：潼关黄金官网，OpendIP 研究所

2. 集团凭借并购扩大矿产组合

集团利用其稳健的管理及收购策略，实现净利润同比大幅增加 250% 至 2024 年的约 2.10 亿港元。这项成果主要归因于 2023 年年中收购宏勇投资有限公司。此收购策略不仅扩大集团的区域版图，分散营运风险，亦显著提升其整体表现。自 2024 年至 2025 年 3 月中旬，集团成功按计划完成一系列工作。首先，于 2024 年第 2 季度及第 3 季度，潼关县的选矿厂因尾矿库的建设而暂时停工，导致该地区的矿产黄金销售量减少。尾矿库的建设如期完成，显示集团的高效管理能力，选矿厂在 2024 年第 4 季度迅速恢复正常生产。其次，正如 2024 年 9 月 27 日刊发的公布内所述，从事矿山工程与建设的华升建设投资有限公司的垂直收购预期将为集团业务带来协同效应，该收购于 2025 年 1 月完成。正如 2025 年 3 月 7 日刊发的公布内所述，公司对持有肃北县若干探矿许可证 70% 经济利益的荣昌投资有限公司的横向收购，预期将扩大集团的矿产组合并支持其可持续发展策略。展望未来，凭借卓越的运营能力及乐观的前景，集团将在不断发展的黄金开采行业中保持竞争力。

表 3: 公司收购历程

时间	收购进展
2025 年 11 月	完成收购荣昌投资有限公司全部股权。荣昌集团透过其于肃北蒙古族自治县亿鑫矿业开发有限公司之权益，于中国主要从事探矿投资业务，特别是针对金矿勘探投资。
2025 年 1 月	完成收购华升建设投资有限公司全部股权。华升建设集团透过其于西安宏尚矿山工程有限公司之 60% 权益，于中国主要从事矿山工程与建设。完成收购西安宏尚矿山工程有限公司，开拓黄金开采连系业务——矿山工程与建设，并带来协同效应，促进合作，并支持本集团业务于各个市场之可持续及多元化发展。
2023 年 7 月	完成收购宏勇投资有限公司全部股权。宏勇集团透过其于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及肃北县霍勒扎德盖北东矿业有限责任公司之权益，于中国主要从事勘探及开采黄金及相关矿物。完成收购肃北县霍勒扎德盖北东矿业有限责任公司（所收购之金矿含有矿产资源量总量约 2173 千吨及含金金属量约 22.87 吨），自有选矿厂日总产能处理矿石量达 1200 吨，进一步扩大本集团公司的资产及黄金资源。使集团公司的产能和盈利水平大幅提高，亦使公司的发展迈入新的阶段。
2020 年 7 月	位于潼关新选矿厂日总产能处理矿石量达 3000 吨投入生产，开始第一阶段试运，每日最高产量可达 1500 吨。
2018 年 12 月	完成收购峰扬控股有限公司及佳盈有限公司全部股权。峰扬集团及佳盈集团透过其于潼关县潼金矿业有限责任公司之 90% 权益，于中国主要从事勘探及开采黄金及相关矿物。完成收购潼关县潼金矿业有限责任公司（所收购之金矿含有矿产资源量总量约 1099 千吨及含金金属量约 8.72 吨），进一步扩大黄金开采业务规模。
2017 年 11 月	完成收购荣成投资有限公司全部股权。荣成集团透过其于潼关县德兴矿业有限责任公司之 90% 权益，于中国主要从事勘探及开采黄金及相关矿物。完成收购潼关县德兴矿业有限责任公司（所收购之金矿含有矿产资源量总量约 1687 千吨及含金金属量约 12.7 吨）。
2017 年 4 月	完成收购美晶控股有限公司全部股权。美晶集团透过其于陕西潼鑫矿业有限公司之 90% 权益，于中国主要从事勘探黄金及相关矿物。完成收购陕西潼鑫矿业有限公司（所收购之金矿含有矿产资源量总量约 1464 千吨及含金金属量约 9.61 吨）。
2017 年 1 月	集团自完成收购一冠全部权益后，自 2017 年 2 月起开始其黄金开采业务。一冠集团透过其于潼关县祥顺矿业发展有限公司之 90% 权益于中国主要从事黄金及相关产品之勘探、开采、选矿及销售业务。完成收购潼关县祥顺矿业发展有限公司（所收购之金矿含有矿产资源量总量约 1437 千吨及含金金属量约 9.58 吨），并开展黄金开采业务。

数据来源：潼关黄金 2024 年年报及官网，OpendIP 研究所

表 4：2025H1 公司黄金勘探和开发活动概要

公司名称	勘探活动	开发活动
祥顺矿业	采用坑内钻探及坑道探矿相结合方式进行勘探活动	祥顺矿业、潼鑫矿业、德兴矿业及北东矿业已聘任数间工程及技术公司及已完成 (i) 坑探工程约 9396 米；及 (ii) 坑内钻探及地表钻探工程约 18243 米
潼鑫矿业	探矿权成功转换为采矿权，目前正在进行安全设施相关建筑项目的设计	
德兴矿业	正在进行探矿权转采矿权工作。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	
北东矿业	采用坑道探矿、地表钻探及坑内钻探相结合方式进行勘探活动	
潼金矿业	潼金矿业并无进行任何勘探活动	并无进行任何开发活动
鑫都矿业	进行不同类型的勘探工作，包括土壤勘探、地质勘探、沟槽工程及钻井工程	
创金矿业	进行不同类型的勘探工作，包括土壤勘探、地质勘探、沟槽工程及钻井工程	

数据来源：潼关黄金 2024 年年报，OpendIP 研究所

财务报表分析和预测（单位：百万港元）

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	462	1,256	2,300	3,437	营业收入	1,605	2,145	2,800	3,280
现金	172	1,047	1,866	3,111	其他收入	0	1	1	1
应收账款及票据	0	15	5	18	营业成本	1,082	1,000	1,260	1,428
存货	188	62	253	104	销售费用	0	0	0	0
其他	102	132	176	204	管理费用	0	0	0	0
非流动资产	4,131	4,142	4,151	4,161	研发费用	0	0	0	0
固定资产	1,746	1,756	1,766	1,775	财务费用	31	14	5	-4
无形资产	2,321	2,321	2,321	2,321	除税前溢利	307	1,117	1,521	1,842
其他	65	65	65	65	所得税	97	358	487	589
资产总计	4,594	5,397	6,451	7,598	净利润	210	760	1,034	1,252
流动负债	1,282	1,536	1,845	2,070	少数股东损益	-1	57	58	46
短期借款	498	488	478	468	归属母公司净利润	211	703	976	1,207
应付账款及票据	0	0.00	0.00	0.00					
其他	784	1,047	1,367	1,601	EBIT	523	1,147	1,541	1,853
非流动负债	693	683	673	663	EBITDA	637	1,236	1,631	1,944
长期债务	32	22	12	2	EPS（元）	0.05	0.14	0.19	0.23
其他	661	661	661	661					
负债合计	1,975	2,218	2,518	2,733	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	407	407	407	407	成长能力				
储备	2,211	2,714	3,410	4,297	营业收入	7.19%	33.66%	30.54%	17.14%
归属母公司股东权益	2,481	2,984	3,680	4,566	归属母公司净利润	310.34%	232.88%	38.89%	23.60%
少数股东权益	138	195	253	299	获利能力				
股东权益合计	2,619	3,179	3,933	4,865	毛利率	32.60%	53.40%	54.99%	56.46%
负债和股东权益	4,594	5,397	6,451	7,598	销售净利率	13.16%	32.77%	34.86%	36.78%
					ROE	8.51%	23.56%	26.53%	26.42%
					ROIC	11.37%	21.13%	23.68%	23.61%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	508	1,226	1,249	1,715	资产负债率	42.99%	41.10%	39.04%	35.97%
净利润	211	703	976	1,207	净负债比率	13.68%	-16.87%	-34.96%	-54.27%
少数股东权益	-1	57	58	46	流动比率	0.36	0.82	1.25	1.66
折旧摊销	114	90	90	91	速动比率	0.21	0.78	1.10	1.61
营运资金变动及其他	184	376	125	372	营运能力				
					总资产周转率	0.35	0.43	0.47	0.47
投资活动现金流	-252	-115	-115	-115	应收账款周转率	294.54	290.00	290.00	290.00
资本支出	-135	-100	-100	-100	应付账款周转率	—	0.00	0.00	0.00
其他投资	-117	-15	-15	-15	每股指标（元）				
					每股收益	0.05	0.14	0.19	0.23
筹资活动现金流	-241	-236	-315	-354	每股经营现金流	0.12	0.24	0.24	0.33
借款增加	-33	-20	-20	-20	每股净资产	0.61	0.57	0.71	0.88
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
已付股利	0	-216	-295	-334	P/E	8.60	18.78	13.52	10.94
其他	-207	0	0	0	P/B	0.73	4.42	3.59	2.89
现金净增加额	14	875	819	1,246	EV/EBITDA	3.41	10.24	7.25	5.43

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 11 月 18 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：OpendIP 研究所

分析师介绍

分析师庄怀超，本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于香港大学金融学专业，主要覆盖化工和新材料行业。

该分析师 2022-2024 年曾任职于海通国际研究部，团队 2022 年获得过亚洲货币第一名，该分析师 2025 年加入环球富盛理财有限公司，继续覆盖化工和新材料行业。环球富盛理财有限公司是一家香港的持牌券商机构，成立于 2014 年。

该分析师曾在 wind 发布报告超过 600 篇，主要覆盖标的包括：

- 1) 化工&化肥：东岳集团、阜丰集团、中国三江化工、浦林成山、中海石油化学、彩客新能源、天德化工、中国心连心化肥、中化化肥、米高集团；
- 2) 能源&公用事业：新奥能源、长江基建集团、宏华集团、中海油田服务、安东油田服务、中国旭阳集团；
- 3) 有色&材料：环球新材国际、中国联塑、中国宏桥、万国黄金集团、潼关黄金、中广核矿业、信义光能。



微信：zhuangcharles

邮箱：charles.zhuang@gpf.com.hk

电话：(852) 9748 7114; (86) 188 01353 3537

COMPANY RATING DEFINITION

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating		Definition
Buy	买入	Relative Performance > 15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is favorable.
Accumulate	收集	Relative Performance is 5% to 15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is favorable.
Neutral	中性	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the Company or sector is neutral.
Reduce	减持	Relative Performance is -5% to -15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is unfavorable.
Sell	卖出	Relative Performance < -15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is unfavorable.

SECTOR RATING DEFINITION

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating		Definition
Outperform	跑赢大市	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	中性	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	跑输大市	Relative Performance < -5%; Or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

DISCLOSURE OF INTERESTS

- (1) The Analysts and their associates do not serve as an officer of the issuer mentioned in this Research Report.
- (2) The Analysts and their associates do not have any financial interests in relation to the issuer mentioned in this Research Report.
- (3) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries do not hold equal to or more than 1% of the market capitalization of the issuer mentioned in this Research Report.
- (4) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries have not had investment banking relationships with the issuer mentioned in this Research Report within the preceding 12 months.
- (5) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries are not making a market in the securities in respect of the issuer mentioned in this Research Report.
- (6) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries have not employed an individual serving as an officer of the issuer mentioned in this Research Report. There is no officer of the issuer mentioned in this Research Report associated with Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries.

DISCLAIMER

This Research Report does not constitute an invitation or offer to acquire, purchase or subscribe for securities by Global Prosperity Financial Company Limited. Global Prosperity Financial Company Limited and its group companies may do business that relates to companies covered in research reports, including investment banking, investment services, etc. (for example, the placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or invest proprietarily).

Any opinions expressed in this report may differ or be contrary to opinions or investment strategies expressed orally or in written form by sales persons, dealers and other professional executives of Global Prosperity Financial Company Limited group of companies. Any opinions expressed in this report may differ or be contrary to opinions or investment decisions made by the asset management and investment banking groups of Global Prosperity Financial Company Limited.

Though best effort has been made to ensure the accuracy of the information and data contained in this Research Report, Global Prosperity Financial Company Limited does not guarantee the accuracy and completeness of the information and data herein. This Research Report may contain some forward-looking estimates and forecasts derived from the assumptions of the future political and economic conditions with inherently unpredictable and mutable situation, so uncertainty may contain. Investors should understand and comprehend the investment objectives and its related risks, and where necessary consult their own financial advisers prior to any investment decision.

This Research Report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Global Prosperity Financial Company Limited and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.