

2025年12月15日
智汇矿业 (2546.HK)

SDICSI

IPO 点评

证券研究报告

矿业

智汇矿业 (2546.HK) IPO 点评报告

报告摘要

公司概览

根据招股书，公司从事西藏的锌、铅及铜的探矿、采矿、精矿生产及销售。根据上海有色网资料，以2024年西藏锌精矿、铅精矿及铜精矿的平均年产量计，公司分别排名第五位、第四位及第五位。于2024年，公司于西藏分别占锌精矿总产量的11.1%、铅精矿总产量的4.2%及铜精矿总产量的0.1%。公司在蒙亚啊矿包括一个自2007年起已投入商业营运阶段的露天矿场和一个已于2025年第二季度开展商业运营的地下矿场。于2025年7月31日，露天矿场的总矿石储量为1,438.0千吨，平均品位分别为4.90%锌、0.69%铅、0.10%铜及10.09克/吨银；及我们的地下矿场的总矿石储量为10,623.0千吨，平均品位分别为4.14%锌、2.99%铅、0.21%铜及35.00克/吨银。于独立技术报告日期，露天矿场的剩余矿场服务年限为8年，地下矿场的剩余年限为31年。

根据招股书，公司2022/2023/2024以及2024前七个月/2025同期，总收入分别约为人民币482.35百万元/546.13百万元/301.43百万元/以及人民币72.62百万元/256.63百万元，同比+13.2%/-44.8%以及253.4%，其中锌精矿的销售占比超过50%，铅精矿占比30-40%；铜精矿毛利率最高超过80%，锌精矿毛利率波动较大。母公司应占溢利分别为117.9百万元/154.7百万元/55.9百万元以及-0.004百万元/51.74百万元。同比+31.2%/-63.9%以及扭亏为盈。2024年收入大幅下降主要是恶劣天气和产线升级导致生产期缩短，今年已有较好恢复。

行业状况及前景

根据招股书，2018年至2024年全区锌精矿需求量由12711千吨增至13111千吨，复合年增长率为-0.5%；预计2025年至2028年由12523千吨增加至13005千吨，复合年增长率为1.3%。供应方面，国内锌精矿面临短缺的情况，需要进口。预计未来锌精矿价格维持稳定在18600-19000人民币元/吨，中国锌精矿价格小幅增长。2018-2024年全球铅精矿产量略有下降，复合年增长率为-0.6%；预计2025-2028年全球铅精矿产量以1.3%的复合年增占率增长。2018-2024年全球铅精矿需求量以-0.5%的复合年增长率下降，预计2025-2028年需求以0.9%的复合年增长率稳定增长。中国铅精矿市场目前供不应求，预计2025-2028年中国精炼铅价格由17176人民币/吨上涨到17391人民币/吨。预计铜精矿2025-2028年供应量和需求量分别为2.6%和2.5%，铜精矿由人民币71998元/吨上涨至人民币73986元/吨。行业地位方面，2024年西藏锌精矿产量为111.3千吨，占全国总产量的3.1%，公司产量位居西藏第五位；西藏铅精矿年产量88.2千吨，占全国总产量的5.8%，公司产量位居西藏第四位；西藏铜精矿的产量376.4千吨，占全国铜总产量的19%，公司产量位居西藏第五位。

优势与机遇

资源及地理优势，公司位于西藏富含铅、锌、铜、银等多种金属资源；专业的技术团队；良好的社区关系。

弱项与风险

锌、铅及铜精矿市场波动可能对盈利能力及现金流量造成重大不利影响；现有采矿业务年期有限；继续开展探矿及采矿过程的同事，蒙亚啊矿场的矿石品位预期会随着时间推移而降低；面临与存货相关的风险，包括陈旧及减值风险；由于西藏海拔较高以及使用炸药及其他危险物品所带来的固有风险，采矿作业面临与职业危害及生产安全相关的风险；业务运营可能因严峻的气候及天气情况以及技术升级导致停工而受到不利影响；面临若干非公司所能控制的无法预见事件及自然灾害风险及不确定因素可能对营运造成负面影响等。

集资用途

约29.2%（或137.5百万港元）将用于全面提升采矿能力；约23.4%（或100.0百万港币）用于增加在西藏采矿权范围内的探矿投资；约18.7%（或88.0百万港元）用于提升选矿生产能力及优化精矿生产能力；约14.0%（或66.0百万港元）用于投资及收购具有增长潜力的资产；约7.7%（或36.1百万港元）用于2030年之前用作营运资金及其他一般企业用途；约7.0%（或

股份名称：智汇矿业
股份代码：2546.HK

IPO专用评级	5.5
-- 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	5.0
2. 行业前景 (30%)	6.0
3. 招股估值 (20%)	5.0
4. 市场情绪 (20%)	6.0

主要发售统计数字	
上市日期：	19/12/2025
发行价(港元)	4.10-4.51
发行股数，绿鞋前(百万股)	121.96
-- 香港公开发售：占比	12.2; 10%
-- 最高回拨后股数：占比	18.29; 15%
-- 发行中旧股数目：占比	0; 0%
总发行金额，绿鞋前(亿港元)	5.0-5.5
总集资金额，绿鞋前(亿港元)	5.0-5.5
净集资金额，绿鞋前(亿港元)	4.71
发行后股本(百万股)	487.81
发行后市值(亿港元)	20.00
备考每股有形资产净值(港元)	2.45-2.55
备考市净率(倍)	1.67-1.77

保荐人	国金证券、迈拓资本
账簿管理人	农银国际、建银国际、民银证券、招银国际、结好证券、华安证券、工银国际、老虎证券

会计师

德勤·关黄陈方

资料来源：公司招股书

颜晨 CFA 行业分析师

joyceyan@sdicsi.com.hk

33.0百万港元) 用于2026年之前用作偿还银行贷款。

基石投资人

基石投资人包括：招金矿业、大湾区共同家园投资，总认购224.32百万港元，如按最高发售价计算，占发售股份的40.78%。

投资建议

公司拥有位于西藏的蒙亚啊矿场，主要产品为锌精矿、铅精矿、铜精矿，在西藏排名较为靠前，产品预计未来有稳定需求。公司已实现盈利归母净利润大约在1亿多港币水平，2024年受到天气以及产线升级等因素业绩受到影响，今年已有较好恢复；经营性现金流也为正大概1-2亿港币，基石投资人为招金矿业等，集资需求不大，在5亿港币左右。公司招股估值20亿港元左右，2024年P/E大概在36x左右，比较贵，但预计2025年业绩能有较大好转。从打新角度，公司所在行业金属矿业近期较为热门，公司虽然市值小但已实现盈利，有正向现金流，集资金额较小流通盘不多预计超额认购倍数较多；但公司业务容易受到产品价格波动影响较大，且矿山剩余采购年限不长。综上给予评分“5.5”，建议关注。

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投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。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。国投证券国际，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、意见及推测反映国投证券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。国投证券国际，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。

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多为董事，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递至日本、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），国投证券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。

收件人应注意国投证券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，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券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。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

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。
- 国投证券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。

国投证券(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