

紫金黄金国际（2259.HK）

聚焦海外黄金业务，有望成为黄金板块新标杆

公司研究 · 深度报告

投资评级：优于大市（首次评级）

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
yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040005

◆紫金黄金国际是由紫金矿业所有海外黄金矿山整合而成的全球领先黄金开采公司

公司继承了紫金矿业在低品位难采选资源勘查、开发及运营的管理竞争优势，成为一家全球领先的市场化的黄金开采公司，主要从事黄金的勘查、开采、选矿、冶炼、精炼及销售。目前公司在中亚、南美洲、大洋洲和非洲等黄金资源富集区持有9座黄金矿山的权益，即塔吉克斯坦吉劳/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、哥伦比亚武立蒂卡金矿(透过哥伦比亚委托安排)、苏里南罗斯贝尔金矿、加纳阿基姆金矿、哈萨克斯坦瑞果多金矿以及巴布亚新几内亚波格拉金矿。针对每座矿山的独特特征调整运营模式，通过持续的资源开发和运营效率的提升，公司已成功在全球黄金开采行业中确立了领先地位。

◆黄金资源储量丰富，低成本并购+技术赋能，未来成长性强

截止至2024年年底，公司黄金储量约856吨，居全球第九。公司擅长开发低品位、难选冶的黄金资源，随着金价上涨，公司将对矿山资源重新评估，重新研究技改开发方案，充分利用低品位资源，延长矿山服务年限及提升矿山价值。2022-2024年，公司黄金产量年均复合增速达到21.4%，产量增长一方面来自于新矿山的并购，另一方面来自于已有矿山技改和改扩建。另外根据我们的测算，2025-2027年，公司黄金产量年均复合增速仍有望达到15%以上，保持快速增长的势头。公司已在现有矿区内规划一系列建设和扩建项目，以提高生产能力和资源转化：1) 塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿将针对氧化矿和硫化矿共生等难点，持续开发低品位难选冶矿石综合利用技术，不断优化选矿流程；2) 澳大利亚诺顿金田金矿关键项目正在加速推进，包括Binduli北堆浸厂房二期，升级帕丁顿选矿厂以处理难处理矿石，新的地下矿山开发，这些将使项目的年处理量从900万吨提高到1100万吨；3) 圭亚那奥罗拉金矿计划于2025年逐步实现地采一期项目的投产，并全面实现每年330万吨的选厂技改项目的投产达产；4) 哥伦比亚武里蒂卡金矿预计将日采选产能从4000吨增加到5000吨，并将年采矿能力增加32万吨矿石，实现年采选目标165万吨矿石，从而显著提高矿山的生产能力；5) 苏里南罗斯贝尔金矿在当前选厂综合年处理量1000万吨矿石的基础上，继续研究提升至1100-1300万吨的可行性，从而提高矿山的生产能力；6) 加纳阿基姆金矿计划深化选厂技改，将年处理能力从760万吨提升至1200万吨矿石，显著提高黄金产量。

◆中长期逻辑不变，看好金价长牛

2025年黄金价格累计涨幅超过65%，创造自1979年以来最好表现。展望2026年，我们认为：全球黄金牛市有望延续，一方面2026年美联储大概率还处在降息的通道中，目前市场普遍预计在2026年美联储还会有2-3次降息，同时由于美联储主席换届，未来仍会是较鸽派的预期，另一方面美元信用下降、全球央行增持的长期逻辑维持不变，叠加美国联邦政府仍有停摆的可能，多因素共振有望进一步推升金价。

◆风险提示：项目建设进度不达预期，矿产品销售价格不达预期。

◆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49.39/80.93/86.75亿美元，同比增速65.2%/63.9%/7.2%，归母净利润分别为15.38/32.03/36.10亿美元，同比增速219.5%/108.3%/12.7%；摊薄EPS分别为0.57/1.20/1.35美元，当前股价对应PE为32.8/15.7/14.0X。通过多角度估值得出公司股票价值在176.89-195.52港元之间，2026年动态市盈率在19-21倍之间，相对于目前股价有21%-33%左右的空间，对应总市值在4734-5233亿港元。考虑到公司继承了紫金矿业在矿业领域的竞争优势，深度聚焦海外黄金资源，低成本并购叠加技术赋能，未来成长性强，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

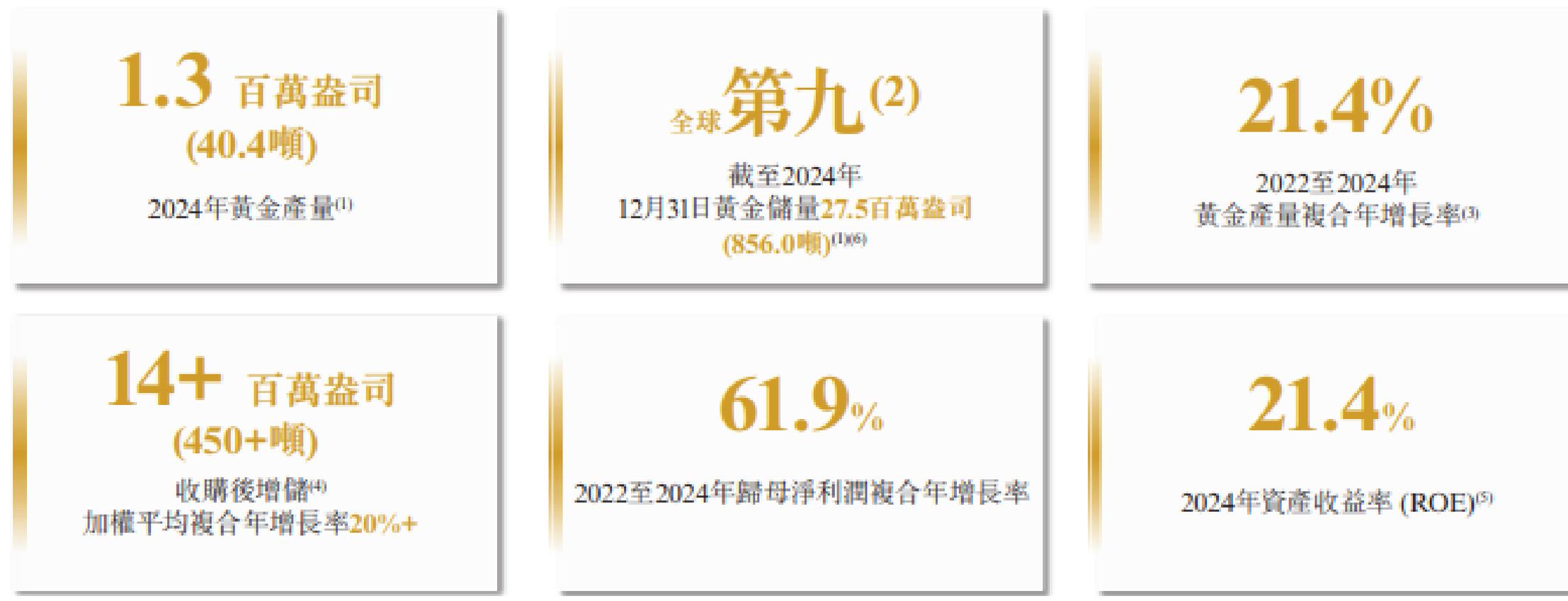
公司简介

全球领先黄金开采公司，聚焦海外黄金业务

紫金黄金国际是全球领先的黄金开采公司

紫金黄金国际有限公司是紫金矿业集团股份有限公司所有海外黄金矿山整合而成的全球领先黄金开采公司。公司继承了紫金矿业在低品位难采选资源勘查、开发及运营的管理竞争优势，成为一家全球领先的市场化的黄金开采公司，主要从事黄金的勘查、开采、选矿、冶炼、精炼及销售。目前公司在中亚、南美洲、大洋洲和非洲等黄金资源富集区持有9座黄金矿山的权益，即塔吉克斯坦吉劳/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、哥伦比亚武立蒂卡金矿(透过哥伦比亚委托安排)、苏里南罗斯贝尔金矿、加纳阿基姆金矿、哈萨克斯坦瑞果多金矿及巴布亚新几内亚波格拉金矿。通过针对每座矿山的独特特征调整运营模式，通过持续的资源开发和运营效率的提升，公司已成功在全球黄金开采行业中确立了领先地位。

图：紫金黄金国际是全球领先的黄金开采公司



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

紫金黄金国际目前持有9座黄金矿山的权益

图：紫金黄金国际9座黄金矿山的地理位置

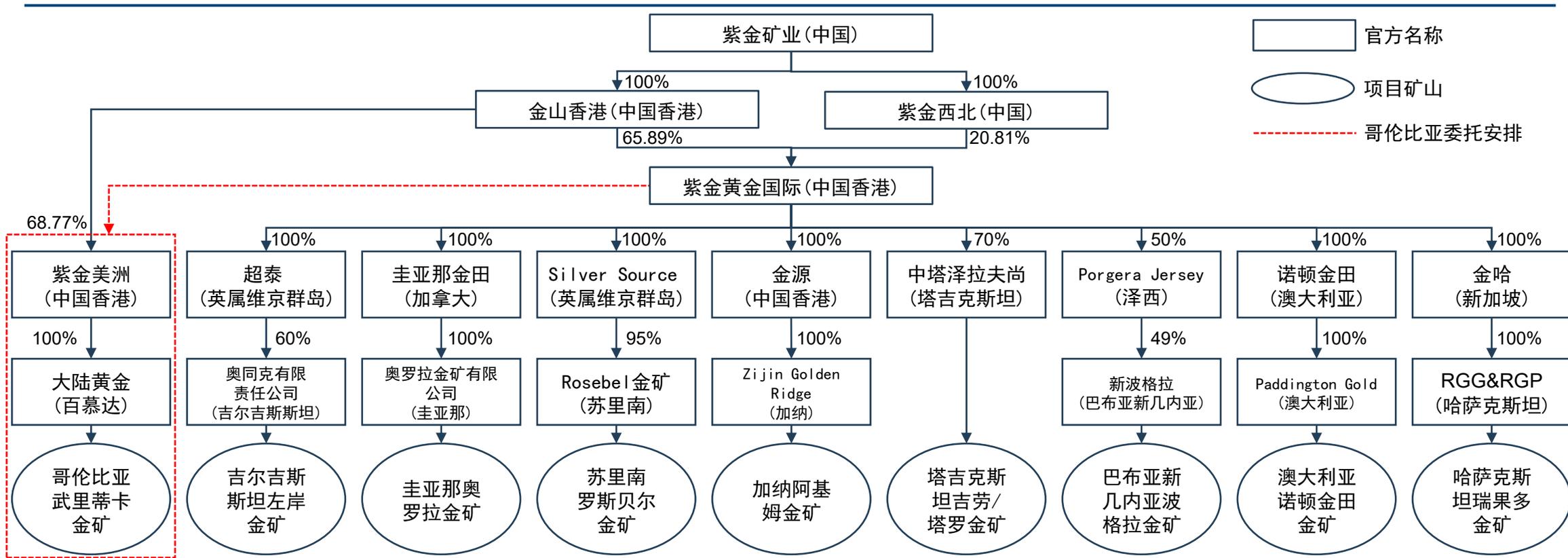


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

紫金黄金国际分拆上市是紫金矿业重大战略举措

紫金黄金国际分拆上市是紫金矿业重大战略举措：1) 打造境外黄金上市公司平台，将有利于紫金矿业海外黄金业务快速拓展；2) 紫金矿业的估值重估，紫金矿业目前的业务结构当中，铜矿业务利润贡献度高于金矿，整体估值水平并不高，而境外黄金板块单独分拆，能够在资本市场获得较高的估值溢价，从分部估值体系来看，将使得紫金矿业整体估值水平获得较大的提升空间。截止至2025年9月30日，紫金矿业通过金山香港和紫金西北合计持有紫金黄金国际86.70%股权，海外黄金业务分拆上市之后，对于其利润的摊薄相对有限。

图：紫金黄金国际股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

港股IPO引入众多全球顶级投资机构

表：紫金黄金国际港股IPO基石投资者

投资者	获分配的发售股份数目	占发售股份的百分比（假设并无行使超额配股权）	占全球发售后已发行股本总额的百分比（假设并无行使超额配股权）	占发售股份的百分比（假设超额配股权获悉数行使且发行新股份）	占全球发售后已发行股本总额的百分比（假设超额配股权获悉数行使且发行新股份）
GIC	16,327,700	4.68%	0.62%	4.07%	0.61%
HHLRA	16,327,700	4.68%	0.62%	4.07%	0.61%
BlackRock基金	13,062,200	3.74%	0.50%	3.25%	0.49%
Schroders	13,062,200	3.74%	0.50%	3.25%	0.49%
Perseverance Asset Management	5,769,100	1.65%	0.22%	1.44%	0.22%
上海高毅及CSICM	5,116,000	1.47%	0.19%	1.27%	0.19%
富达基金	8,708,100	2.50%	0.33%	2.17%	0.33%
上海景林及CSICM	5,991,300	1.72%	0.23%	1.49%	0.22%
香港景林	2,716,800	0.78%	0.10%	0.68%	0.10%
Baillie Gifford	6,531,100	1.87%	0.25%	1.63%	0.24%
太平洋资产管理及太保(香港)	6,531,100	1.87%	0.25%	1.63%	0.24%
泰康人寿	6,531,100	1.87%	0.25%	1.63%	0.24%
汇添富基金管理公司及汇添富(香港)	5,442,500	1.56%	0.21%	1.36%	0.20%
UBS AM Singapore	5,442,500	1.56%	0.21%	1.36%	0.20%
广发国际	5,442,500	1.56%	0.21%	1.36%	0.20%
Dao Yi	5,442,500	1.56%	0.21%	1.36%	0.20%
New Golden Future Limited	5,442,500	1.56%	0.21%	1.36%	0.20%
加皇环球资产管理(亚洲)有限公司	5,442,500	1.56%	0.21%	1.36%	0.20%
景顺投资管理有限公司 (IHKL)	4,354,000	1.25%	0.17%	1.08%	0.16%
CPE River	4,354,000	1.25%	0.17%	1.08%	0.16%
Oaktree	3,265,500	0.94%	0.12%	0.81%	0.12%
未来资产金融集团	3,265,500	0.94%	0.12%	0.81%	0.12%
富国香港及富国基金	3,265,500	0.94%	0.12%	0.81%	0.12%
IDG Breyer Fund	2,177,000	0.62%	0.08%	0.54%	0.08%
Arc Avenue	1,088,500	0.31%	0.04%	0.27%	0.04%
大湾区共同家园投资有限公司 (GBAHIL)	3,265,500	0.94%	0.12%	0.81%	0.12%
Millennium	3,265,500	0.94%	0.12%	0.81%	0.12%
高亚	3,265,500	0.94%	0.12%	0.81%	0.12%
斯派柯	3,265,500	0.94%	0.12%	0.81%	0.12%
总计	174,161,400	49.90%	6.64%	43.40%	6.51%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆紫金黄金国际成功于2025年9月30日在香港联交所主板上市，港股最终发售价为每股71.59港元，公司成功引入包括新加坡政府投资公司(GIC)、高瓴、贝莱德、施罗德、高毅资产、富达国际、景林、柏基、瑞银及太平洋保险、泰康等全球顶级投资机构在内的26名基石投资者，合计认购16亿美元(约125亿港元)的发售股份。

◆IPO所得款项净额约为244.70亿港元（不考虑超额配股权）——

- 所得款项净额约33.4%(即81.82亿港元)预期将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)预期将于未来五年内用于现有矿山的升级及建设项目，以全面升级矿山的产能——

□ 预计约20.4%(即49.95亿港元)将分配至加纳的阿基姆金矿，用于矿山开发。具体而言：1) 扩大露采境界，提高露采服务年限及露采资源利用率；2) 进行选厂技改以及提升选矿能力、增加产量并延长矿山年限。

□ 预计约13.2%(即32.30亿港元)将分配至苏里南罗斯贝尔金矿的营运，包括但不限于多项设备投资及尾矿储存项目。具体而言，公司计划购买设备，包括车辆、小型移动设备以及相关土地及楼宇，以提升采矿能力。该等项目预期将扩大选矿能力及产量，提供稳定的尾矿储存能力。公司计划将其年选矿产能提高至1100至1300万吨，从而提升其年度黄金产量，大幅提升矿山的产能及竞争力。

□ 预计约16.5%(即40.25亿港元)将分配至哈萨克斯坦Raygorodok金矿，用于矿山开发。具体而言：1) 优化露采境界；2) 购买新采矿设备；3) 扩建选矿厂并提升选矿能力。

➢ 所得款项净额约6.5%(即15.91亿港元)预期将于未来五年内用于公司运营的所有矿山的勘探活动。

➢ 所得款项净额约10%(即24.47亿港元)预期将用作一般公司用途。

◆ 超额配股权所得款项净额约为37.02亿港元，将按比例用于上述所载用途。

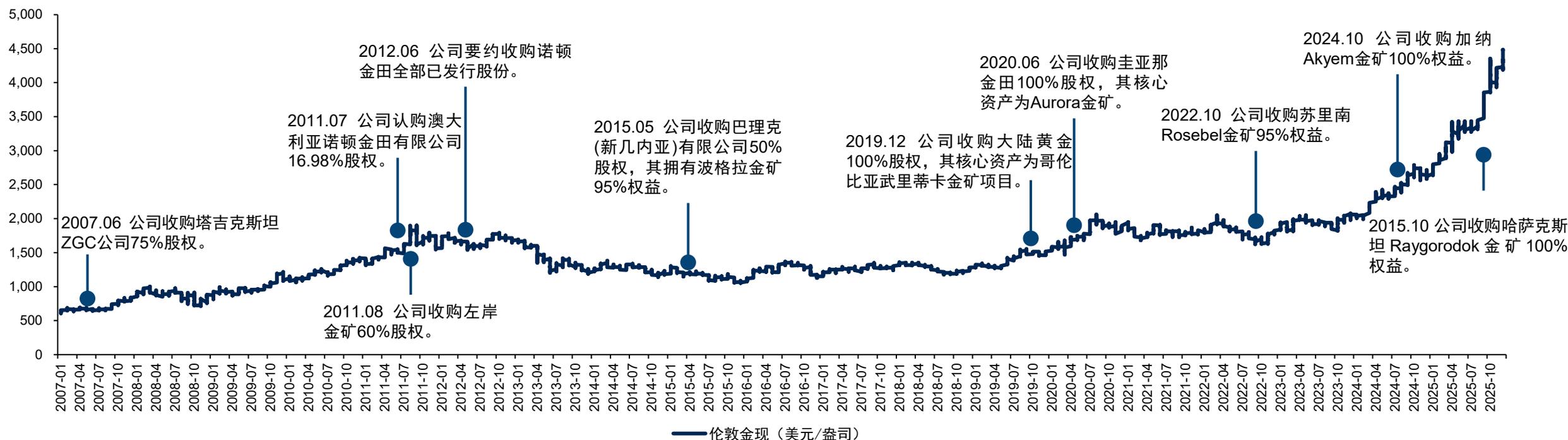
公司分析

低成本并购+技术赋能，未来成长性强

核心竞争优势1：全球收购的能力突出

- ◆ 公司拥有丰富的全球并购经验，通过多种收购交易形式，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矿山资产。
- ◆ 公司所并购的资源往往是低品位、难选冶的，可能也正因为如此，公司才得以以较低代价入主开发。低成本并购加上技术赋能，让公司实现了资源获取能力和资源变现能力的双重提高。其中，低成本并购体现在，按黄金资源计，从2019年到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%；技术赋能体现在，塔吉克斯坦泽拉夫尚金矿、澳大利亚诺顿金田、圭亚那奥罗拉金矿等一批原本亏损的项目都在一年内扭亏为盈，充分体现出紫金矿业独特的优势和竞争力。
- ◆ 紫金黄金国际作为紫金矿业集团公司打造的境外黄金上市公司平台，将有利于海外黄金业务的快速拓展。

图：紫金黄金国际全球收购的能力突出

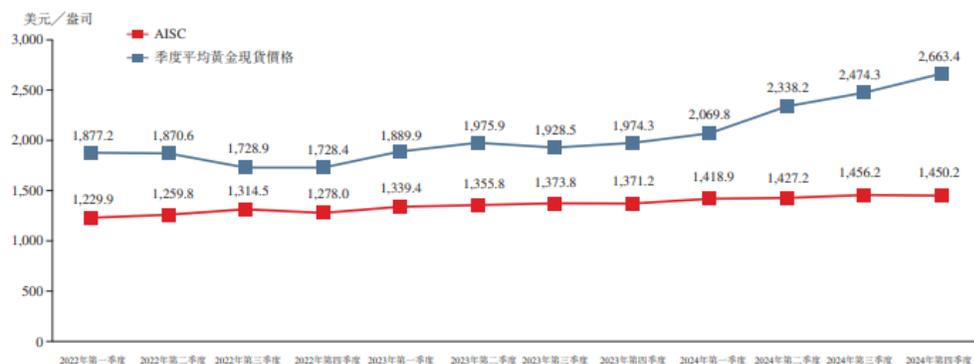


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心竞争优势2：优秀的矿山开发和运营的能力

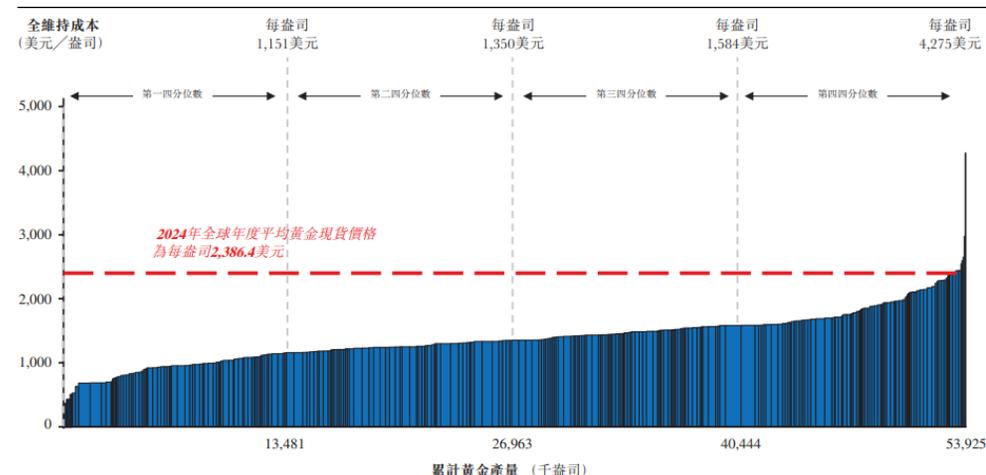
- ◆ 公司创立并持续深化应用“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，以矿石流为走向，实现对地勘、采矿、选矿、冶金和环保五个环节的统筹研究和全流程控制，归结于实现经济和社会效益最大化。公司在地质勘查、湿法冶金、低品位难处理资源综合回收利用及大规模工程化开发等方面，具有丰富的实践经验和行业领先的技术优势。公司拥有先进的技术、先进的项目运营及管理体系、成熟的供应链，形成公司矿山开发及运营能力的核心；公司以全面控本增效为核心，将全球化的大型、智能化设备采购与属地化的人工、生产物资采购相结合，有效降低供应链成本。
- ◆ 公司在矿山收购完成之后，凭借强大的技术专长、工程和建设以及项目管理能力，迅速提升矿山的经济价值，成功实践已被多次验证：1) 2020年8月，公司完成圭亚那奥罗拉金矿的并购时，该矿山由于地下开采技术问题、资金问题等处于停产状态，公司在收购完成后三个月内实现全面复产；2) 2023年2月，公司完成苏里南罗斯贝尔金矿的并购时，该矿山由于采坑严重欠剥、生产效率低下、成本高昂等，导致产能无法得到释放，矿山持续处于亏损状态，公司在收购完成后迅速启动矿山采选设施的技术改造和产能扩张，于收购当年成功实现矿山盈利；3) 2020年3月，公司完成哥伦比亚武里蒂卡金矿的并购，在疫情期间克服困难，迅速恢复建设，并在2020年10月完成3000吨/天矿石采选项目建设，2020年当年产金2.2吨。
- ◆ 公司黄金开发拥有综合成本优势。AISC为衡量黄金生产成本的重要指标，2022年至2024年全球黄金生产成本处于温和上升的过程中，由每盎司1229.9美元上升至每盎司1450.2美元。公司于2022-2024年黄金AISC分别为1046/1449/1458美元/盎司，成本提升主要是由于有高成本的矿山并表所致，但在全球前十大黄金开采公司中仍处于靠前的水平。若不考虑新项目并表的因素，公司成本控制能力居于行业前列。公司将严格管控成本，继续发挥在成本端的优势，提升精细化管理的水平。

图：2022年至2024年全球平均AISC及平均黄金现货价格(按季度计)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2024年全球黄金成本曲线

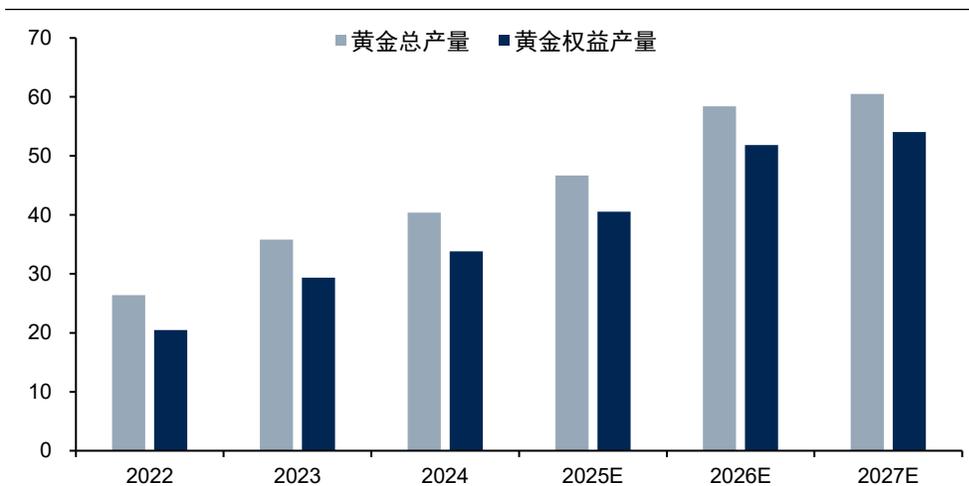


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心竞争优势3：资源储备丰富，成长性强

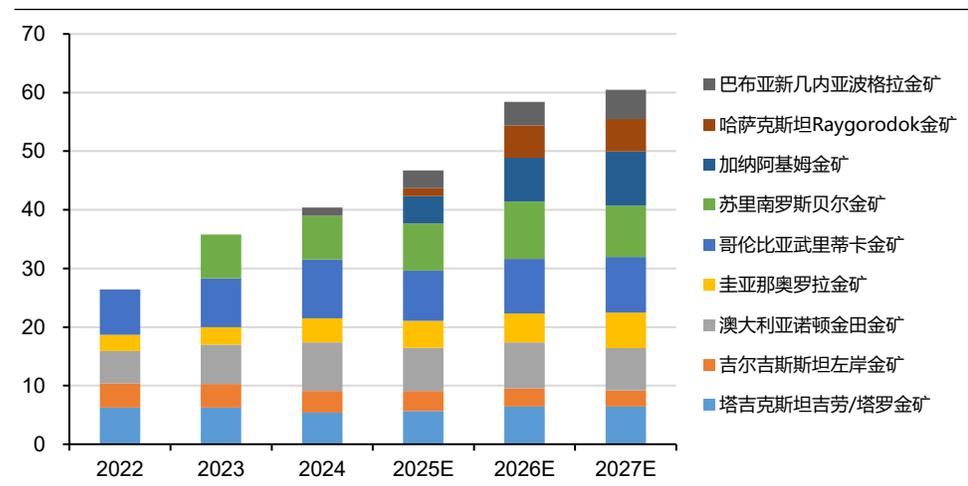
- ◆ 公司黄金资源储备丰富。截止至2024年年底，公司黄金储量约856吨，居全球第九。公司擅长开发低品位、难选冶的黄金资源，随着金价上涨，公司将对矿山资源重新评估，重新研究技改开发方案，充分利用低品位资源，延长矿山服务年限及提升矿山价值。
- ◆ 公司黄金产量成长性强。2022-2024年，公司黄金产量年均复合增速达到21.4%，产量增长一方面来自于新矿山的并购，另一方面来自于已有矿山技改和改扩建。另外根据我们的测算，2025-2027年，公司黄金产量年均复合增速仍有望达到15%以上，保持快速增长的势头。公司已在现有矿区内规划一系列建设和扩建项目，以提高生产能力和资源转化：1) 塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿将针对氧化矿和硫化矿共生等难点，持续开发低品位难选冶矿石综合利用技术，不断优化选矿流程；2) 澳大利亚诺顿金田金矿关键项目正在加速推进，包括Binduli北堆浸厂房二期，升级帕丁顿选矿厂以处理难处理矿石，新的地下矿山开发，这些将使项目的年处理量从900万吨提高到1100万吨；3) 圭亚那奥罗拉金矿计划于2025年逐步实现地采一期项目的投产，并全面实现每年330万吨的选厂技改项目的投产达产；4) 哥伦比亚武里蒂卡金矿预计将日采选产能从4000吨增加到5000吨，并将年采矿能力增加32万吨矿石，实现年采选目标165万吨矿石，从而显著提高矿山的生产能力；5) 苏里南罗斯贝尔金矿在当前选厂综合年处理量1000万吨矿石的基础上，继续研究提升至1100-1300万吨的可行性，从而提高矿山的生产能力；6) 加纳阿基姆金矿计划深化选厂技改，将年处理能力从760万吨提升至1200万吨矿石，显著提高黄金产量。

图：公司黄金产量（含预测值，吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司黄金产量（分矿山，含预测值，吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿 Jilau and Taror Gold Mines

📍 地理位置:	塔吉克斯坦索格特州
% 持股比例:	70%
📅 项目状态:	在产
🏠 矿床类型:	斑岩-矽卡岩型
🏔️ 保有资源储量:	金94.5吨@1.3克/吨
👤 采选方法:	塔罗: 露采+浮选+炭浸; 吉劳: 露采+炭浸



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- ◆ 于2007年收购英国公司CBML持有的100%股权, 间接获得塔吉克斯坦ZGC公司75%股权, 主导项目开发。目前公司持有70%股份、塔吉克斯坦政府持有30%股份。
- ◆ 塔吉克斯坦最大黄金生产商且为最大黄金矿产(按资源量计); 收购后两年内透过技术升级恢复生产并实现盈利。
- ◆ 公司将针对塔罗及吉劳氧化矿和硫化矿共生等难点, 持续开发低品位难选冶矿石综合利用技术, 不断优化选矿流程, 实现贫、杂、难处理矿石和金精矿的高效提取及最大化利用, 进一步降本增效。
- ◆ 2023年生产黄金6.3吨, 2024年生产黄金5.4吨, 2024年产量下降主要由于2024年研磨品味下降所致。
- ◆ 项目伴生铜, 公司于2023年7月兴建并投产一座铜冶炼厂, 首批阴极铜于2023年9月生产, 并于2024年开始确认收入; 目前该铜冶炼厂的日精矿处理能力为500吨, 是塔吉克斯坦第一家有能力生产高纯度铜的企业; 2024年阴极铜产销量为5300吨。另外, 2024年银锭产量为21.6吨。

表: 塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿黄金资源量和储量情况

	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
资源量	探明	48.5	1.2	1,924.0	59.9
	控制	14.5	1.7	801.0	24.9
	推断	8.1	1.2	314.0	9.8
	总计	71.1	1.3	3,039.0	94.5
	储量	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)
证实		43.4	1.2	1,701.0	52.9
可信		13.9	1.7	772.0	24.0
总计		57.3	1.3	2,473.0	76.9

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

吉尔吉斯斯坦左岸金矿Taldybulak Levoberezhny Gold Mine

📍 地理位置:	吉尔吉斯斯坦克明区
% 持股比例:	60%
📅 项目状态:	在产
🏠 矿床类型:	构造蚀变岩型
🏗️ 保有资源储量:	金52.9吨@3.7克/吨
👤 采选方法:	硇采+浮选+氰化



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- ◆ 于2011年收购左岸金矿60%股权、吉尔吉斯黄金股份有限公司持有40%股权。
- ◆ 吉尔吉斯斯坦第三大金矿(按资源量计)；项目建设投资约2.46亿美金，于2015年7月29日建成全面投产；采、选、冶一体，目前日处理量2800吨。
- ◆ 2023年生产黄金4.0吨，2024年生产黄金3.7吨，2024年产量下降主要是由于安全项目施工导致的矿石处理量下降。

表：吉尔吉斯斯坦左岸金矿黄金资源量和储量情况

	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
资源量	探明	2.1	4.0	270.0	8.4
	控制	9.2	3.7	1,100.0	34.0
	推断	3.1	4.8	340.0	10.5
	总计	14.4	3.7	1,700.0	52.9
储量	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
	证实	1.3	4.0	170.0	5.2
	可信	6.3	3.6	740.0	23.0
	总计	7.6	3.7	910.0	28.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

📍 地理位置:	澳大利亚西澳州
% 持股比例:	100%
📅 项目状态:	在产+技改扩建
🏠 矿床类型:	绿岩剪切带型
🏗️ 保有资源储量:	金287.6吨@0.9克/吨
👤 采选方法:	露采，地采；全泥氰化，浮选，堆浸



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表：澳大利亚诺顿金田金矿黄金资源量和储量情况

	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
资源量	探明	17.5	1.2	690.0	21.5
	控制	193.7	0.8	5,222.0	162.4
	推断	100.3	1.0	3,333.0	103.7
	总计	311.5	0.9	9,245.0	287.6
储量	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
	证实	4.9	1.2	186.0	5.8
	可信	115.6	0.8	2,883.0	89.7
	总计	120.4	0.8	3,070.0	95.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ 于2012年、2015年通过两次并购获得诺顿金田100%股权。
- ◆ 项目位于世界著名的西澳大利亚金矿带——诺思曼-威尔乌纳绿岩带之内，拥有近1000平方公里的高潜力矿权区域，具备良好的资源勘探潜力。采选冶一体，已建成帕丁顿(Paddington)和宾杜里(Binduli)两大运营中心。帕丁顿选矿厂处理规模为395万吨/年，宾杜里北选矿厂处理规模为500万吨/年；另外帕丁顿难处理金矿项目预计于2025年投产；技改扩建全面建成并达产后，年产黄金将稳定在8吨以上规模。
- ◆ 2022-2024年分别生产黄金5.5/6.7/8.3吨，2023年产量提升主要是由于Binduli项目于2023年4月开始商业化生产，2024年产量提升主要是由于Binduli项目的选矿能力提高。

📍 地理位置:	圭亚那库尤尼-马扎鲁尼区
% 持股比例:	100%
📅 项目状态:	在产+技改扩建
🏠 矿床类型:	绿岩带型金矿
🏗️ 保有资源储量:	金188.4吨@2.4克/吨
👤 采选方法:	露采+地采+重选+氰化浸出



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- ◆ 于2020年完成圭亚那金田100%股权收购；为圭亚那唯一在产大型金矿项目，原为亏损停产企业，公司收购后，实现当年复产并贡献效益。
- ◆ 正在推进地采一期建设，计划于2025年逐步投产，并全面实现330万吨/年选矿厂升级改造项目的投产达产。
- ◆ 2022-2024年分别生产黄金2.8/3.0/4.1吨，产量增长主要是由于公司在2023年3月购买并投入运营的额外球磨矿机，使日选矿能力从7500吨增加到8000吨。

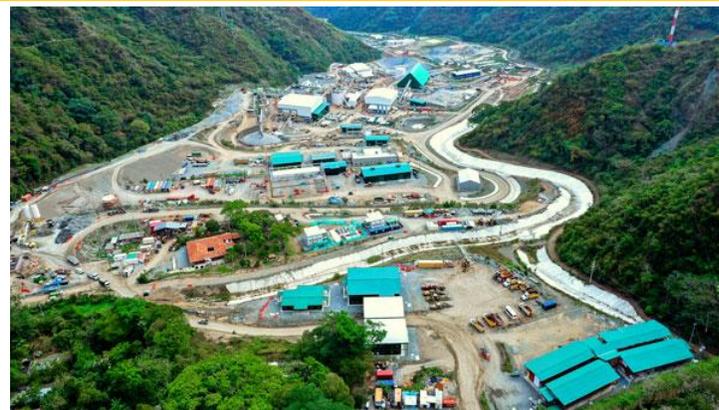
表：圭亚那奥罗拉金矿黄金资源量和储量情况

	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
资源量	探明	2.1	2.8	189.0	5.9
	控制	40.3	2.7	3,428.0	106.7
	推断	36.8	2.1	2,435.0	75.8
	总计	79.2	2.4	6,052.0	188.4
	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
储量	证实	2.2	2.5	175.0	5.5
	可信	31.9	2.1	2,188.0	68.1
	总计	34.0	2.2	2,364.0	73.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

哥伦比亚武里蒂卡金矿 Buritica Gold Mine

📍 地理位置:	哥伦比亚武里蒂卡市
% 持股比例:	于矿山的经济利益68.8%
📅 项目状态:	在产+扩建
🏠 矿床类型:	浅成热液型
🏗️ 保有资源储量:	金364.9吨@7.2克/吨
👤 采选方法:	硇采+重选+浮选+氰化浸出



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- ◆ 于2020年完成大陆黄金69.28%股份收购，大陆黄金100%持有哥伦比亚武里蒂卡金矿权益。
- ◆ 武里蒂卡金矿为全球超高品位大型金矿，哥伦比亚第一座大型现代化地下矿山，被哥伦比亚政府认定为“国家战略利益项目”。公司目前透过哥伦比亚委托协议持有该项目68.8%的经济利益。
- ◆ 于2021年初启动技改扩建，于2021年末建成投产，技改完成后采选矿量从3000吨/天提升至4000吨/天。另外公司计划将日矿石产量从4000吨提升至5000吨，年采矿产能增加32万吨，以实现年产165万吨的目标，从而提升矿山的生产能力和市场竞争力。
- ◆ 2022-2024年分别生产黄金7.7/8.3/10.0吨，2023年产量提升主要是由于2021年底完成技术升级所致，2024年产量提升主要是由于2024年的入磨品位提高所致。

表：哥伦比亚武里蒂卡金矿黄金资源量和储量情况

	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
资源量	探明	10.1	7.7	2,500.0	78.2
	控制	19.2	7.1	4,400.0	136.9
	推断	21.0	7.1	4,800.0	149.8
	总计	50.4	7.2	11,700.0	364.9
	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
储量	证实	7.0	7.6	1,740.0	53.5
	可信	15.5	6.5	3,240.0	101.0
	总计	22.5	6.9	4,980.0	154.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

苏里南罗斯贝尔金矿Rosebel Gold Mine

📍 地理位置:	苏里南北部布罗科蓬多区、西帕里韦尼区
% 持股比例:	95%
📅 项目状态:	在产+技改优化
🏠 矿床类型:	绿岩带型金矿
🏗️ 保有资源储量:	金374.3吨@0.8克/吨
👤 采选方法:	露采+氰化浸出



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- ◆ 于2023年2月完成罗斯贝尔金矿95%权益收购，苏里南政府公司Grassalco持有5%权益。项目原为亏损企业，公司收购后迅速扭亏为盈，现已成为公司产金大户和骨干盈利项目。
- ◆ 苏里南罗斯贝尔金矿为南美洲最大的在产露天金矿之一。其中，Rosebel矿区于2004年投产，Saramacca矿区于2020年下半年投产。为应对Rosebel矿石黄金品位低以及Saramacca矿石中碳和砷含量等挑战，公司开发了低品位矿石的大规模利用技术，实现单系列半自磨机年处理能力1000万吨。2024年黄金总回收率达到94%。在当前选矿厂年处理能力1000万吨的基础上，公司正探索将产能提升至1100-1300万吨的可行性。采选厂提产扩建升级全面达产后将形成年产黄金10吨产能。
- ◆ 2023年当年并购当年增效，2-12月生产黄金7.6吨，2024年生产黄金7.5吨。

表：苏里南罗斯贝尔金矿黄金资源量和储量情况

	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
资源量	探明	270.5	0.8	7,187.0	223.5
	控制	156.6	0.8	4,072.0	126.7
	推断	29.9	0.8	777.0	24.2
	总计	457.1	0.8	12,036.0	374.3
	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
储量	证实	180.0	0.8	4,543.0	141.3
	可信	41.6	0.8	1,040.0	32.3
	总计	221.6	0.8	5,583.0	173.6

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

加纳阿基姆金矿 Akyem Gold Mine

📍 地理位置:	加纳东部省
% 持股比例:	100%
📅 项目状态:	在产
🏠 矿床类型:	造山型金矿
🏗️ 保有资源储量:	金296.7吨@1.8克/吨
👤 采选方法:	露采、地采+CIL(炭浸法)



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表：加纳阿基姆金矿黄金资源量和储量情况

	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
资源量	探明	119.5	1.7	6,350.0	197.5
	控制	32.0	2.3	2,411.0	75.0
	推断	11.2	2.2	778.0	24.2
	总计	162.7	1.8	9,539.0	296.7
	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
储量	证实	108.0	1.5	5,065.0	157.5
	可信	26.0	2.0	1,609.0	50.0
	总计	133.0	1.6	6,674.0	207.6

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 于2024年10月收购纽蒙特旗下加纳Akyem金矿100%权益；于2025年4月完成交割。

◆ 阿基姆金矿是加纳最大在产露天金矿之一，位于世界著名的西非黄金成矿带上，属于典型的造山型金矿，矿体厚大、品位稳定、矿化连续性好，矿山及选厂运行稳定，采用常规炭浸工艺，选厂设计处理能力850万吨/年，近年来保持较高产能。项目资源潜力大，具备良好的找矿条件，探矿权紧邻现有矿区，为未来资源增储和矿山延长生命周期提供了有力支撑。2022-2024年阿基姆金矿分别生产黄金12.8/9.0/6.3吨。

◆ 公司收购完成后，将按新的边界品位重估资源可露天开采的资源及储量，扩大露采境界，全面提高露采服务年限和露采资源利用率。同时，公司计划深化选厂技改，将年处理能力从760万吨提升至1200万吨，显著提高黄金产量，并延长矿山服务年限。

巴布亚新几内亚波格拉金矿Porgera Gold Mine

📍 地理位置:	巴布亚新几内亚恩加省
% 持股比例:	24.5%
📅 项目状态:	在产
🏠 矿床类型:	浅成热液型
🏗️ 保有资源储量:	金137.3吨@2.7克/吨（按股权基准）
👤 采选方法:	露采+硃采



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- ◆ 于2015年收购巴理克(新几内亚)有限公司50%股权和50%债权，获得波格拉金矿50%的权益。波格拉金矿为全球十大黄金矿山之一、巴布亚新几内亚第二大金矿。
- ◆ 2020年4月因矿权到期进入停产；经谈判协商2023年10月获巴布亚新几内亚官方颁发特别采矿租约；2023年12月22日全面复产，按照BNL最新规划，矿山预计平均年产黄金21吨。公司目前间接持有波格拉金矿24.5%权益。
- ◆ 2024年生产黄金1.4吨（按股权基准）；2025年生产安排为2.9吨（按股权基准，总产量为11.7吨）。

表：巴布亚新几内亚波格拉金矿黄金资源量和储量情况（按股权基准）

	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
资源量	探明	0.7	6.9	163.0	5.0
	控制	31.9	2.9	2,929.0	91.1
	推断	18.9	2.2	1,323.0	41.1
	总计	51.5	2.7	4,414.0	137.3
	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
储量	证实	0.8	5.8	151.0	4.7
	可信	10.4	4.0	1,330.0	41.4
	总计	11.2	4.1	1,481.0	46.1

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

哈萨克斯坦瑞果多金矿Raygorodok Gold Mine

📍 地理位置:	哈萨克斯坦北部的阿克莫拉州
% 持股比例:	100%
📅 项目状态:	在产
🏠 矿床类型:	造山型金矿
🏗️ 保有资源储量:	197.4吨@1.0g/t
👤 采选方法:	露采+CIP+堆浸



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- ◆ 公司于2025年6月30日公告：全资子公司紫金黄金国际在新加坡的全资子公司金哈(新加坡)矿业有限公司于北京时间2025年6月29日与Cantech S.à.r.l签署协议，金哈矿业拟通过收购Cantech持有的RG Gold LLP和RG Processing LLP 100%权益，获得哈萨克斯坦Raygorodok金矿项目100%权益，收购对价为12亿美元。本次收购于2025年10月10日完成交割。
- ◆ RG金矿位于哈萨克斯坦北部的阿克莫拉州，包括相距2公里的北、南两个露天采坑。截至2025年6月30日，RG金矿保有金资源量197.4吨@1.0g/t，保有金储量87.0吨@0.9g/t。该矿山以处理氧化矿为主的堆浸系统于2016年投产，2022年新建投产炭浆氰化选厂，开始处理原生矿石，终端产品为合质金(金锭)，自此项目产能和效益显著提升，2022年至2024年矿山分别生产金2吨、5.9吨和6吨。2024年实现销售收入4.73亿美元、净利润2.02亿美元，项目盈利能力较强，并购当年即可为公司贡献产量和利润。
- ◆ RG金矿预计剩余服务年限16年(2025年至2040年)，年均产金约5.5吨。根据紫金矿业技术团队初步研究，通过露采境界优化、选矿工艺流程调整等改进措施，项目采选规模有望提高至1000万吨/年，项目产量及经济效益将进一步提高。

表：哈萨克斯坦Raygorodok金矿黄金资源量和储量情况

资源量	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
	控制	169.5	0.9	5,102.0	158.7
	推断	38.1	1.0	1,245.0	38.7
	总计	207.5	1.0	6,347.0	197.4
储量	类别	吨数(百万吨)	金品位(克/吨)	含金量(千盎司)	含金量(吨)
	证实	—	—	—	—
	概略	97.0	0.9	2,800.0	87.0
	总计	97.0	0.9	2,800.0	87.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业分析

中长期逻辑不变，看好金价长牛

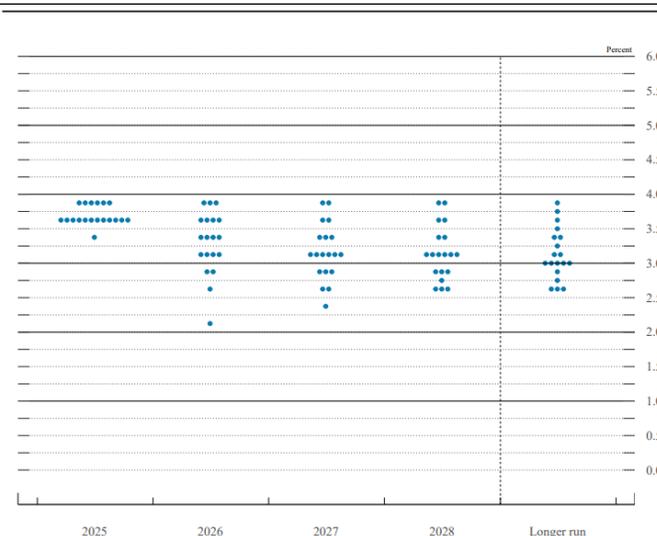
- ◆ 美联储持续释放流动性，预计2026年仍处于降息周期当中。美联储于2024年降息3次，累计降息100bp；于2025年降息3次，累计降息75bp，其中在2025年8月23日鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会的发言，释放核心信号是：就业下行风险上升，GDP增速放缓，关税推高通胀但属“一次性影响”，为降息奠定了基调。目前基于CME利率预测，我们预计在2026年美联储还会有2-3次的降息；美联储点阵图也表明在2026年仍会是一个降息的环境，预计在此背景下，金价总体易涨难跌。
- ◆ 美联储独立性将会持续受到挑战。特朗普此前多次公开挑战鲍威尔，敦促其赶快降息，又试图解除美联储理事丽莎·库克的职务。特朗普提名斯蒂芬·米兰出任美联储理事，以填补美联储理事阿德里安娜·库格勒突然辞职留下的空缺。美联储主席鲍威尔任期将于2026年5月结束，虽然在其任期结束后将继续担任理事，但美国总统有权提名新的美联储主席名单，市场预期特朗普政府会选择一位相对鸽派的美联储主席。美联储独立性问题可能会降低美元以及美元资产的信用。

图：CME利率预测（1月9日）

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/1/28		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.8%	86.2%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	36.6%	59.1%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	9.7%	40.3%	49.3%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.4%	5.7%	26.8%	45.3%	21.7%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	2.1%	12.3%	32.6%	38.0%	15.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.8%	5.9%	19.8%	34.6%	29.4%	9.4%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.2%	1.8%	8.5%	22.6%	33.6%	25.7%	7.6%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.5%	3.0%	11.1%	24.7%	32.1%	22.3%	6.2%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.6%	3.2%	11.4%	24.8%	31.9%	21.9%	6.1%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.6%	3.3%	11.6%	24.9%	31.8%	21.7%	6.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.6%	3.2%	11.3%	24.4%	31.5%	22.2%	6.7%	0.3%	0.0%
2027/6/9	0.6%	3.2%	11.2%	24.3%	31.5%	22.2%	6.7%	0.3%	0.0%
2027/7/28	0.6%	3.3%	11.4%	24.4%	31.4%	22.0%	6.6%	0.3%	0.0%
2027/9/15	0.6%	3.2%	11.1%	23.9%	31.1%	22.3%	7.2%	0.5%	0.0%
2027/10/27	0.5%	3.0%	10.4%	22.7%	30.4%	23.2%	8.6%	1.1%	0.1%
2027/12/8	0.4%	2.2%	8.1%	18.9%	28.1%	25.4%	13.1%	3.4%	0.4%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

图：美联储点阵图（2025年12月10日）



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

全球央行持续增持黄金

◆ 全球央行持续增持黄金。全球央行购金量于2022-2024年连续3年超过1000吨，远超2010-2021年平均473吨的水平；2025年前三季度累计购金量为634吨，较2024年同期的724吨购金步伐有所放缓，但2025年三季度购金量达222吨，环比二季度增长约28%，购金意愿依然坚定。另外，中国央行从2024年11月开始至2025年12月，已连续14个月增持黄金。

表：全球黄金供需平衡表（吨）

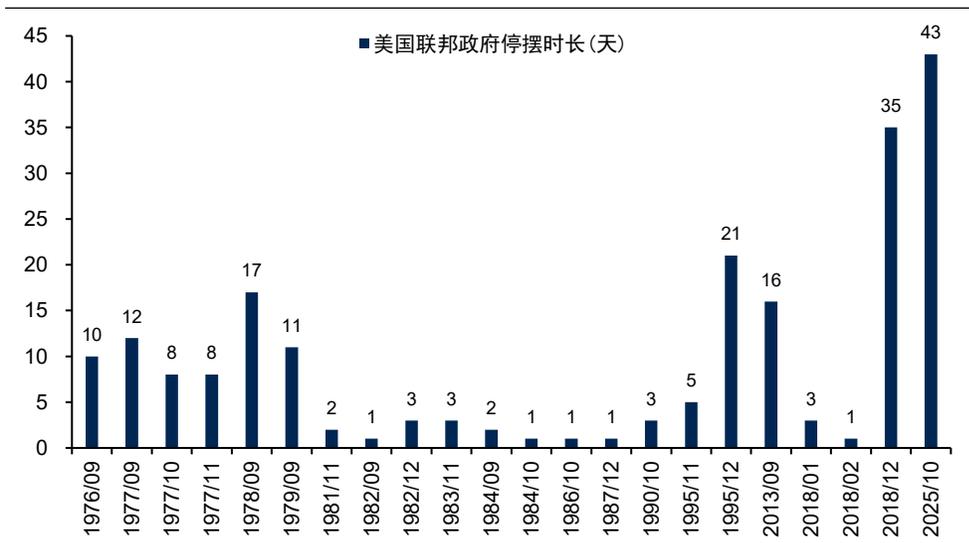
	2022	2023	2024	2023年第1季度	2023年第2季度	2023年第3季度	2023年第4季度	2024年第1季度	2024年第2季度	2024年第3季度	2024年第4季度	2025年第1季度	2025年第2季度	2025年第3季度
供应量														
金矿产量	3,624.80	3,644.40	3,661.20	855.10	900.90	940.40	939.90	853.40	901.00	961.50	957.10	833.00	904.30	976.60
生产商净套保量	-13.10	17.00	-56.80	39.40	-19.50	19.40	15.90	-8.80	-19.80	-6.80	-19.30	-7.10	-24.80	-8.00
回收金	1,140.10	1,237.30	1,370.00	311.90	323.90	289.20	314.00	349.60	334.80	326.30	358.80	348.50	347.40	344.40
总供应量	4,751.90	4,898.80	4,974.50	1,206.40	1,205.30	1,249.00	1,269.70	1,194.20	1,216.00	1,280.90	1,296.60	1,174.40	1,226.90	1,313.00
需求量														
金饰制造	2,195.40	2,168.00	2,003.50	531.00	493.70	581.70	585.80	538.50	411.00	542.30	520.40	425.40	355.60	419.20
科技用金	308.70	297.80	326.10	71.20	71.00	75.40	80.20	80.20	80.20	82.90	82.90	80.40	78.60	81.70
投资需求	1,113.00	945.10	1,179.50	275.30	252.50	155.80	257.10	204.40	267.50	365.20	344.70	551.20	477.50	537.20
金条和金币总需求量	1,222.60	1,189.50	1,186.30	303.90	273.70	295.00	312.90	317.30	274.60	270.50	326.00	324.60	307.00	315.50
黄金ETFs及类似产品	-109.50	-244.40	-6.80	-28.60	-21.10	-139.20	-55.70	-113.00	-7.10	94.70	18.70	226.60	170.50	221.70
各国央行和其他机构	1,081.90	1,037.40	1,044.60	286.20	173.60	357.70	219.60	309.90	211.50	199.50	365.10	248.60	172.00	219.90
黄金需求	4,699.00	4,448.40	4,553.70	1,163.70	990.80	1,170.60	1,142.80	1,133.00	970.20	1,189.80	1,313.00	1,305.60	1,083.80	1,257.90
场外交易和其他需求	52.80	450.40	420.70	42.70	214.50	78.40	126.90	61.20	245.90	91.10	-16.50	-131.20	143.10	55.20
总需求	4,751.90	4,898.80	4,974.50	1,206.40	1,205.30	1,249.00	1,269.70	1,194.20	1,216.10	1,280.90	1,296.60	1,174.40	1,226.80	1,313.10
LBMA黄金价格（美元/盎司）	1,800.09	1,940.54	2,386.20	1,889.90	1,975.90	1,928.50	1,971.50	2,069.80	2,338.20	2,474.30	2,663.40	2,859.60	3,280.40	3,456.50

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

美国联邦政府停摆危机未完全根除

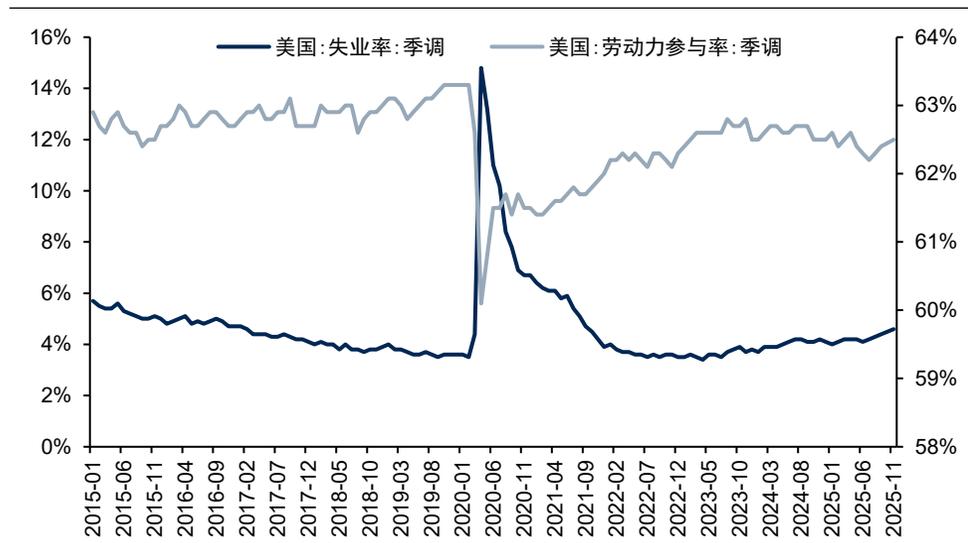
- ◆ 美国联邦政府创下历史最长停摆时长。因共和、民主两党在医保相关福利支出等方面的分歧，美国国会参议院2025年9月30日未能在政府资金耗尽前通过新的临时拨款法案。美东时间2025年10月1日零时起，美国联邦政府时隔近七年再次停摆，政府停摆会造成大量联邦雇员被迫停薪休假或者暂时无薪上班，进而会体现在消费延迟、合同中断和数据缺失；美国总统特朗普于2025年11月12日在白宫签署临时拨款法案，结束了全面停摆，该法案将按现有水平为大部分联邦机构提供资金至2026年1月30日，在临时拨款法案生效期间，两党将继续就年度拨款展开谈判，停摆危机并未完全根除。
- ◆ 数据发布延迟使得降息不确定性增加。美国联邦政府停摆会导致劳工统计局等主管经济数据发布的机构关门，进而会影响就业和通胀等关键数据的发布。其中，2025年9月非农就业报告原定于2025年10月3日发布，实际于11月20日发布；10月非农就业报告原定于11月7日发布，实际不予单独发布；11月非农就业报告原定于12月5日发布，实际于12月16日发布，这份报告同时包括10月数据。另外，2025年9月失业率随同9月非农就业报告于11月20日补发；10月失业率永久缺失，这是历史首次；11月失业率随同11月非农就业报告于12月16日补发。此外，2025年10月CPI数据取消发布，这也是历史首次，11月CPI数据原定于12月10日发布，实际于12月18日发布。美联储议息会议的决策非常依赖于就业和通胀数据，这些数据发布的延迟和缺失，短期内将减少美联储做判断的决策依据，降息不确定性增加。

图：美国联邦政府停摆时间表



资料来源：statista，国信证券经济研究所整理

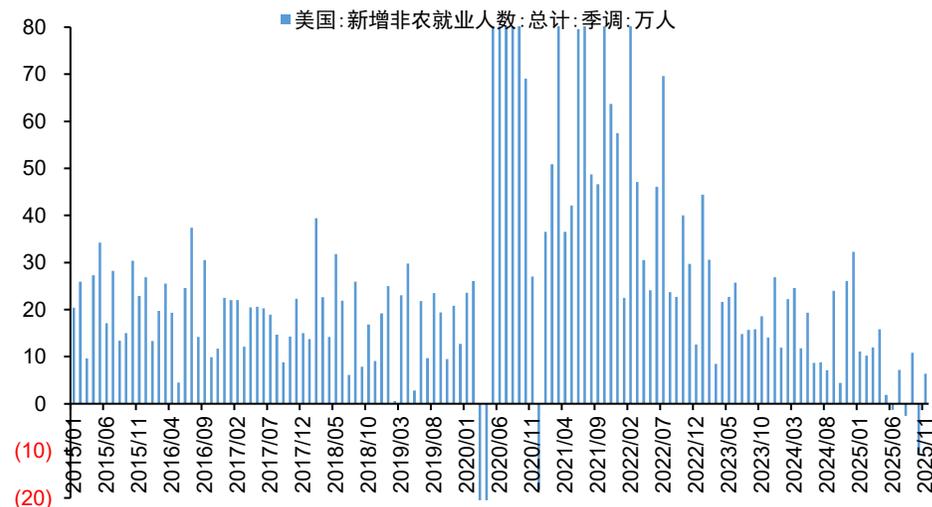
图：美国失业率与劳动力参与率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ **失业率创四年新高。**美国2025年11月份失业率升至4.6%，创2021年10月以来四年新高。
- ◆ **非农数据快速走弱。**美国劳工统计局于2025年12月16日补发10、11月非农就业报告。其中，10月非农就业人数减少10.5万人，创下2020年底以来最大降幅，主要是由于联邦政府就业人数减少了16.2万人，此前接受了特朗普政府延期辞职计划的员工正式从薪资名册中被剔除；11月非农就业人数增加6.4万人，高于市场普遍预期的4.5万人，表现尚可。
- ◆ **CPI数据低于预期。**美国11月CPI同比增长2.7%，大幅低于预期的3.1%；11月核心CPI同比增长2.6%，大幅低于预期的3.0%；11月数据表明短期通胀压力显著缓解。
- ◆ **PCE数据符合预期。**美国9月PCE同比增长2.8%，预期2.8%，前值2.7%，环比增长0.3%，预期0.3%，前值0.3%；9月核心PCE同比增长2.8%，前值2.9%，环比增长0.2%，前值0.2%。10月和11月数据由于停摆期间数据收集中断，暂未发布。

图：美国非农就业人数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国CPI和PCE变化

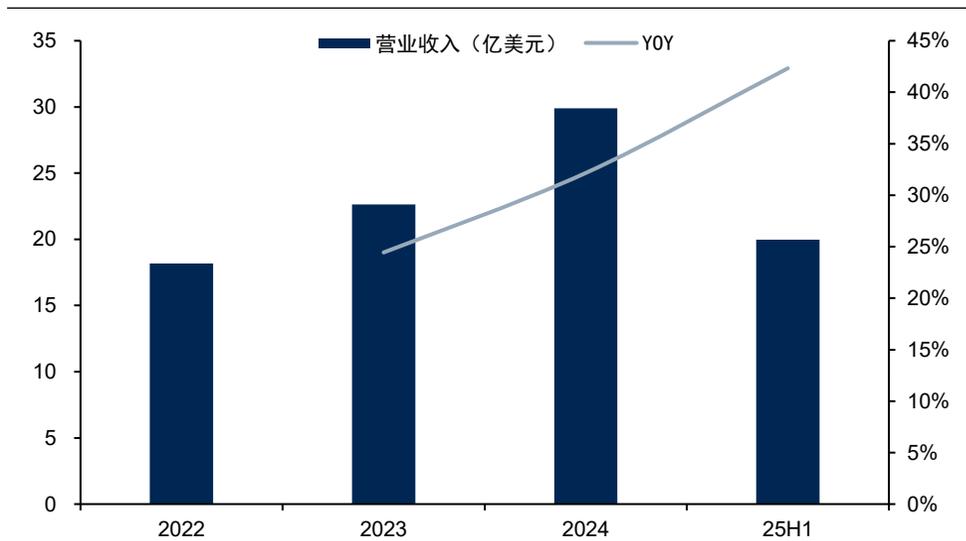


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

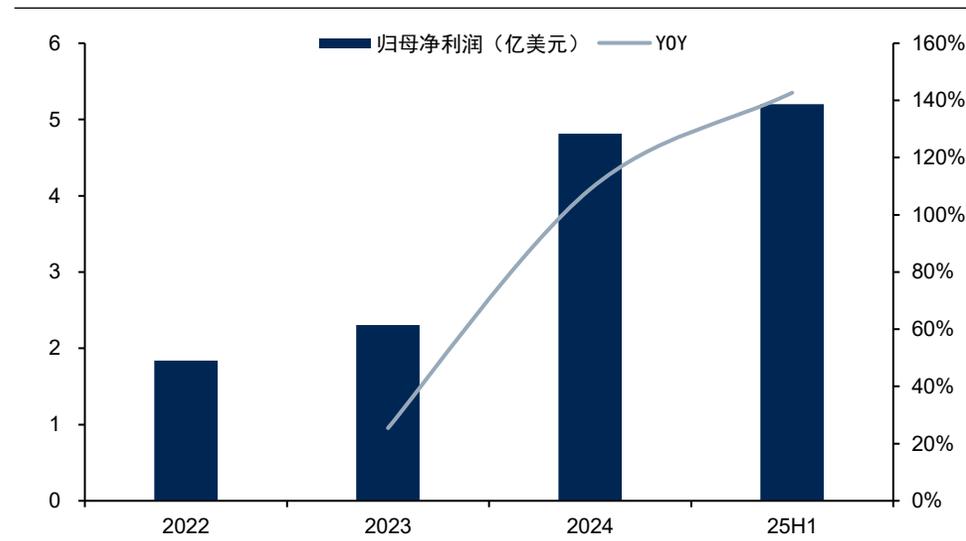
- ◆ 公司2022-2024年营业收入和归母净利润呈现快速增长的趋势，一方面得益于黄金产量快速提升，2022-2024年黄金产量年均复合增速达到21.4%，另一方面得益于金价持续稳步上涨，2022-2024年COMEX黄金均价分别为1799/1943/2381美元/盎司。
- ◆ 公司于近期发布2025年业绩预告，同时发布2026年产量指引：预计2025年实现归母净利15-16亿美元，同比增长约212%-233%；其中预计25Q4实现归母净利5.95-6.95亿美元，环比增长约55%-81%；2025年业绩继续实现大幅提升。另外，公司于2025年实现矿产金产量约46.5吨，预计2026年矿产金产量57吨，同比增长约23%。
- ◆ 公司财务结构稳健，现金流充裕。截止至2025年6月30日，公司资产负债率仅为43.33%；在手货币资金约3.64亿美元，在手存货约4.93亿美元，同时考虑到公司于2025年9月底完成港股IPO，目前现金流充裕，有足够的空间进行扩产或并购。

图：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

假设前提：我们的盈利预测基于以下假设条件——

行业方面：假设2025-2027年COMEX黄金均价分别为3550、4750、5000美元/盎司；其中，2025年黄金价格累计涨幅超过65%，从年初约2800美元/盎司涨至年末约4500美元/盎司，预计2026、2027年金价中枢有望继续稳步抬升，金价有望维持长牛趋势；

公司方面：1) 2025-2027年公司黄金产量分别为46.71、58.40、60.49吨；2) 2025年公司黄金成本同比增长8%，主要是由于新项目并表的因素，2026、2027年黄金成本保持相对稳定；3) 2025-2027年公司期间费用保持相对稳定。

表：公司产品价格和产量假设

	单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
商品价格假设							
Comex黄金	美元/盎司	1806.69	1957.82	2409.03	3550.00	4750.00	5000.00
SHFE黄金	元/克	392.68	450.48	559.44	821.77	1099.55	1157.43
产量							
塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿	吨	6.30	6.30	5.40	5.67	6.43	6.46
吉尔吉斯斯坦左岸金矿	吨	4.10	4.00	3.70	3.44	3.09	2.76
澳大利亚诺顿金田金矿	吨	5.50	6.70	8.30	7.34	7.88	7.20
圭亚那奥罗拉金矿	吨	2.80	3.00	4.10	4.61	4.92	6.04
哥伦比亚武里蒂卡金矿	吨	7.70	8.30	10.00	8.58	9.32	9.45
苏里南罗斯贝尔金矿	吨	—	7.50	7.50	8.04	9.77	8.78
加纳阿基姆金矿	吨	—	—	—	4.65	7.49	9.29
哈萨克斯坦Raygorodok金矿	吨	—	—	—	1.38	5.50	5.50
巴布亚新几内亚波格拉金矿	吨	—	—	1.40	3.00	4.00	5.00
总产量	吨	26.40	35.80	40.40	46.71	58.40	60.49
YOY		—	35.61%	12.85%	15.61%	25.04%	3.58%
权益产量	吨	20.47	29.35	33.81	40.55	51.84	54.06
YOY		—	43.37%	15.20%	19.95%	27.84%	4.29%
营业收入							
营业收入	百万美元	1,817.98	2,262.37	2,989.94	4,938.90	8,092.54	8,674.88
营业成本	百万美元	1,197.53	1,669.69	1,855.61	2,286.20	2,828.57	2,884.00
营业毛利	百万美元	620.45	592.68	1,134.32	2,652.70	5,263.97	5,790.88
毛利率		34.13%	26.20%	37.94%	53.71%	65.05%	66.75%
归母净利润	百万美元	183.68	230.38	481.37	1,537.91	3,203.04	3,610.40

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

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：168.89–205.46港元

公司继承紫金矿业在低品位难采选资源勘查、开发及运营的管理竞争优势，成为一家全球领先的市场化的黄金开采公司，主要从事黄金的勘查、开采、选矿、冶炼、精炼及销售。目前公司在中亚、南美洲、大洋洲和非洲等黄金资源富集区持有9座黄金矿山的权益，黄金资源储量丰富，黄金产量成长性强。2022–2024年，公司黄金产量年均复合增速达到21.4%，产量增长一方面来自于新矿山的并购，另一方面来自于已有矿山技改和改扩建。另外根据我们的测算，2025–2027年，公司黄金产量年均复合增速仍有望达到15%以上，保持快速增长的势头。从行业角度来看，金价不断创造历史新高，中长期逻辑不变，看好金价长牛。综上，按照行业和公司的成长思路，我们预期公司2025–2027年营收分别为49.39/80.93/86.75亿美元，同比增速65.2%/63.9%/7.2%，归母净利润分别为15.38/32.03/36.10亿美元，同比增速219.5%/108.3%/12.7%；摊薄EPS分别为0.57/1.20/1.35美元，当前股价对应PE为32.8/15.7/14.0X。

根据以下主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司的合理估值区间为168.89–205.46港元。

表：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	—	24.44%	32.16%	65.18%	63.85%	7.20%	8.00%	8.00%	8.00%
营业成本/营业收入	65.87%	73.80%	62.06%	46.29%	34.95%	33.25%	33.00%	33.00%	33.00%
管理费用/营业收入	7.72%	6.17%	5.51%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%
销售费用/销售收入	0.04%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税税率	32.07%	22.32%	33.77%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
股利分配比率	0.00%	0.00%	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

无杠杆Beta	1.20	T	30.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.46%
股票风险溢价	5.80%	有杠杆Beta	1.23
公司股价（港元）	146.50	Ke	9.62%
发行在外股数（百万）	2676	E/(D+E)	96.84%
股票市值(E, 百万港元)	392082	D/(D+E)	3.16%
债务总额(D, 百万港元)	12802	WACC	9.38%
Kd	3.00%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港元）

		WACC变化				
		8.38%	8.88%	9.38%	9.88%	10.38%
永续增长率变化	2.75%	237.55	216.33	198.35	182.93	169.56
	2.50%	230.60	210.68	193.70	179.06	166.32
	2.25%	224.21	205.46	189.38	175.45	163.27
	2.00%	218.33	200.62	185.36	172.07	160.40
	1.75%	212.89	196.12	181.59	168.89	157.70
	1.50%	207.84	191.92	178.07	165.91	155.16
	1.25%	203.15	188.00	174.76	163.10	152.75

资料来源：国信证券经济研究所分析

◆ **相对估值：176.89-195.52港元**

选取与公司相近的金矿公司做比较，采用PE法估值。

选取可比上市公司是港股**紫金黄金、赤峰黄金、招金矿业、万国黄金集团、灵宝黄金**。其中，**山东黄金**是国内黄金企业龙头，依托于山东省内丰富的金矿储备，向全国乃至全球进行金矿布局，成长性强；**赤峰黄金**在海外金矿并购步伐不断加快，且均为资源储量较高的在产矿山，有望快速实现产能扩张；**招金矿业**依托于胶东半岛得天独厚的黄金资源，坚持以黄金矿业开发为主导，海外金矿并购也卓有成效；**万国黄金集团**拥有罗门群岛金岭金矿，目前已启动扩产1000万吨/年项目，投产之后黄金年产量将实现大幅提升；**灵宝黄金**扎根河南、拓展海外，未来金矿产能有望实现持续快速提升。根据Wind一致预期数据显示，这些可比上市公司2026年平均估值水平在18倍左右。考虑到紫金黄金国际是国内最大的黄金矿业公司之一，资源储备和项目储备丰富，依托于在产项目的改扩建及新项目的并购，公司金矿产能有望持续快速提升，享受金矿量价齐升带来的利润弹性，参考同行可比上市公司的估值，同时考虑一定的估值溢价，给予公司2026年19-21倍的估值目标，相对于目前股价有21%-33%左右空间，对应总市值在4734-5233亿港元。

表：同类公司估值比较

代码	公司简称	股价(港元) 20260108	EPS(港元/股)				PE				PB	总市值 百万港元
			2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027		
2259.HK	紫金黄金国际	146.50	6.83	4.47	9.31	10.49	21.4	32.8	15.7	14.0	13.8	392084
1787.HK	山东黄金	37.60	0.60	1.60	1.98	2.32	62.2	23.5	19.0	16.2	5.2	203345
6693.HK	赤峰黄金	28.90	1.16	1.90	2.22	2.48	25.0	15.2	13.0	11.6	4.0	62966
1818.HK	招金矿业	34.18	0.38	1.01	1.28	1.83	90.4	33.9	26.8	18.6	4.6	121079
3939.HK	万国黄金集团	9.56	0.71	0.35	0.48	0.61	13.5	27.5	20.1	15.8	11.0	42306
3330.HK	灵宝黄金	18.92	0.61	1.32	1.68	2.14	30.9	14.3	11.2	8.8	5.3	24350
可比上市公司均值（不包括紫金黄金国际）							44.4	22.9	18.0	14.2	6.0	—

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；备注：同类公司估值来自于Wind一致性预期

◆ **投资建议：合理估值在176.89-195.52港元**

综合以上两种估值方式，选取PE法估值，我们认为公司股票价值在176.89-195.52港元之间，2026年动态市盈率在19-21倍之间，相对于目前股价有21%-33%左右空间，对应总市值在4734-5233亿港元。考虑到公司继承了紫金矿业在矿业领域的竞争优势，深度聚焦海外黄金资源，低成本并购叠加技术赋能，未来成长性强，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

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176.89–195.52港元之间，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2.5%、风险溢价5.8%，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2.0%，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2026年19–21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

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置都加入了很多个人的判断：

基于对宏观经济形势的判断，我们认为：全球黄金牛市有望延续，一方面2026年美联储大概率还处在降息的通道中，同时由于美联储主席换届，未来仍会是较鸽派的预期，另一方面美元信用下降、全球央行增持的长期逻辑维持不变。但公司所处行业可能会发生较大的不利变化，比如美联储货币政策预期转向或全球央行增持黄金不及预期，从而导致金价有可能大幅下跌的风险。

政策和环境风险

公司在全球范围内拥有众多矿山资源的采矿权，在开发资源的同时也承担着保护环境的任务，如若管理不善可能会造成环境风险。另外，海外国家在矿产资源相关政策的变化可能也会给公司带来一定的政策风险。

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。

财务风险

公司若财务管理不当，未来存在短期流动性的风险。

市场和商誉风险

公司在全球矿山行业市场面临现有及新竞争对手的竞争，倘若公司未能有效竞争，导致不能保持现有的市场份额或者扩大市场份额的风险。另外，公司未来仍会持续进行项目并购，倘若新项目未能有效兑现收益，会有商誉减值的风险。

其他风险

公司未能获得任何相关政府补助的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	155	235	1452	3809	6781
应收款项	460	495	812	1319	1402
存货净额	400	437	602	753	755
其他流动资产	49	32	49	81	87
流动资产合计	1065	1201	2916	5964	9027
固定资产	2360	2534	2744	2936	3105
无形资产及其他	1544	1493	1120	746	373
投资性房地产	172	163	163	163	163
长期股权投资	14	13	13	13	13
资产总计	5155	5403	6956	9822	12681
短期借款及交易性金融负债	81	113	100	100	100
应付款项	331	318	443	563	574
其他流动负债	666	524	725	945	965
流动负债合计	1078	955	1268	1608	1639
长期借款及应付债券	642	569	569	569	569
其他长期负债	844	976	976	976	976
长期负债合计	1486	1546	1546	1546	1546
负债合计	2564	2501	2814	3154	3185
少数股东权益	579	577	740	1024	1325
股东权益	2013	2325	3402	5644	8171
负债和股东权益总计	5155	5403	6956	9822	12681

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.09	0.18	0.57	1.20	1.35
每股红利	0.04	0.04	0.17	0.36	0.40
每股净资产	0.75	0.87	1.27	2.11	3.05
ROIC	11%	19%	48%	94%	104%
ROE	11%	21%	45%	57%	44%
毛利率	26%	38%	54%	65%	67%
EBIT Margin	20%	32%	49%	60%	62%
EBITDA Margin	38%	46%	63%	69%	70%
收入增长	24%	32%	65%	64%	7%
净利润增长率	25%	109%	219%	108%	13%
资产负债率	61%	57%	51%	43%	36%
股息率	0.2%	0.2%	0.9%	1.9%	2.1%
P/E	218.8	104.7	32.8	15.7	14.0
P/B	25.0	21.7	14.8	8.9	6.2
EV/EBITDA	62.0	38.3	17.2	9.6	8.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2262	2990	4939	8093	8675
营业成本	1670	1856	2286	2829	2884
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	1	0	0	1	1
管理费用	140	165	600	745	772
财务费用	(51)	(43)	(49)	(81)	(87)
投资收益	0	0	155	345	467
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收入	(89)	(76)	274	211	200
营业利润	415	937	2531	5155	5771
营业外净收支	0	0	0	0	0
利润总额	415	937	2531	5155	5771
所得税费用	93	316	759	1546	1731
少数股东损益	92	139	233	405	430
归属于母公司净利润	230	481	1538	3203	3610

现金流量表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	230	481	1538	3203	3610
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	402	412	663	681	704
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	(51)	(43)	(49)	(81)	(87)
营运资本变动	386	(69)	(173)	(349)	(61)
其它	92	139	163	284	301
经营活动现金流	1110	964	2191	3818	4554
资本开支	0	(585)	(500)	(500)	(500)
其它投资现金流	6	(0)	0	0	0
投资活动现金流	6	(585)	(500)	(500)	(500)
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	47	(72)	0	0	0
支付股利、利息	(105)	(116)	(461)	(961)	(1083)
其它融资现金流	(932)	77	(13)	0	0
融资活动现金流	(1048)	(300)	(474)	(961)	(1083)
现金净变动	68	80	1217	2358	2971
货币资金的期初余额	86	155	235	1452	3809
货币资金的期末余额	155	235	1452	3809	6781
企业自由现金流	1140	400	1687	3255	3917
权益自由现金流	255	434	1709	3312	3978

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.GSI）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
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		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	

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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