

【广发金材&海外】灵宝黄金 (03330.HK)

黄金后起之秀，迈向卓越黄金矿企

核心观点：(注：港币兑人民币汇率为 0.89)

- **历经二十余年转型发展，专注黄金资源开发。**灵宝黄金已形成 5 大黄金矿山+1 个冶炼加工企业的产业格局，目前公司主要产品有金锭、银锭、电解铜、硫酸等。截至 2024 年末，黄金储备资源量约 131.8 吨，平均品位 5.6 克/吨，25M11 增储 23 吨。公司 25M12 拟收购的黄金矿山 Simberi 黄金储量约 81 吨。矿产金方面，2024 年产量约为 5.2 吨，25H1 产量 2.9 吨，技改增效助力矿山稳健增产。
- **立足灵宝，辐射华夏，破局亚非拉，未来五年迎来增储、增产周期。**未来五年，公司以夯实基础、提升规模、塑造一流为战略路径。立足灵宝：深度参与灵宝市域及小秦岭区域资源整合；辐射华夏：深耕“新疆-吉国，内蒙古，陕甘”核心区域；破局亚非拉：在南美、西非、中南半岛等富矿区域实现资源破局，形成国际化矿山运营能力。25M12 计划收购巴布亚新几内亚在产 Simberi 金矿，未来年产金有望超 7 吨。
- **降息周期延续，金价仍将稳步上行。**伴随 25 年 12 月美联储降息落地，美联储稳步迈入降息周期。26 年美国实际利率和美元指数预期走弱，推动金价上涨。随着金价快速上行且高位运行，26 年开始黄金企业业绩将全面释放，板块或迎戴维斯双击行情。
- **盈利预测与投资建议。**25/26/27 年，预计公司 EPS 分别为 1.18/2.57/3.03 元人民币/股，按照 26 年 2 月 4 日收盘价，对应 PE 估值分别为 17/8/7 倍。考虑公司存量金矿增储增产、海外并购黄金资源，叠加未来金价预期上行，结合历史估值，给予公司 26 年 13 倍 PE 估值，对应合理价值为 37.45 港元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**金价波动的不确定性；成本变动的风险；汇率波动的不确定性；并购业务不及预期的风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	10,534	11,867	12,963	20,149	21,888
增长率 (%)	4.0%	12.7%	9.2%	55.4%	8.6%
EBITDA	855	1,401	2,651	5,109	5,948
归母净利润	318	698	1,520	3,305	3,902
增长率 (%)	32.4%	119.4%	117.8%	117.4%	18.1%
EPS (元/股)	0.27	0.56	1.18	2.57	3.03
市盈率 (P/E)	5.3	4.6	17.3	7.9	6.7
ROE (%)	11.9%	20.6%	33.1%	46.8%	39.8%
EV/EBITDA	5.0	4.0	10.8	5.8	4.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

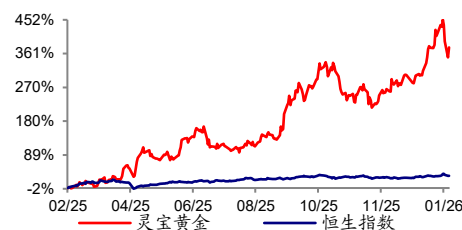
公司评级

公司评级	买入
当前价格	22.90 港元
合理价值	37.45 港元
报告日期	2026-02-05

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1287.31/1105.92
总市值/流通市值 (百万港元)	28879.74/24809.19
一年内最高/最低 (港元)	25.96/4.75
30 日日均成交量/成交额 (百万)	12.11/274.54
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	35.10/115.12

相对市场表现



分析师：

陈凯丽



SAC 执证号：S0260526010001



02138003564



chenkaili@gf.com.cn

分析师：

宫帅



SAC 执证号：S0260518070003



SFC CE No. BOB672



010-59136660



gongshuai@gf.com.cn

分析师：

王乐



SAC 执证号：S0260523050004



021-38003617



wangle@gf.com.cn

请注意，陈凯丽、王乐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、灵宝黄金：专注黄金主业，全球布局资源.....	5
（一）发展历程：历经 20 余年转型发展，专注黄金资源开发.....	5
（二）经营分析：金矿覆盖国内外，业绩迈入稳步增长期.....	6
（三）投资逻辑：黄金后起之秀，迈向卓越.....	13
二、黄金行业：降息周期延续，金价仍将稳步上行，业绩释放助力板块估值修复.....	16
（一）黄金的定价体系.....	16
（二）金价仍将稳步上行，业绩释放助力板块估值修复.....	21
三、盈利预测和投资建议.....	23
四、风险提示.....	25

图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 灵宝黄金股权结构	6
图 3: 公司金锭产量及增速	10
图 4: 公司金锭销量及增速	10
图 5: 公司矿产金产量 (合质金、金精粉)	10
图 6: 公司矿产金销量 (合质金、金精粉)	10
图 7: 2020-2024 年公司营业收入持续增长	11
图 8: 2020-2024 年公司归母净利润快速增长	11
图 9: 2020 年至今公司毛利率及净利率	11
图 10: 2020 年至今公司费用率	11
图 11: 公司冶炼分部贡献主要营收	12
图 12: 公司利润主要来自采矿分部	12
图 13: 公司采矿分部单位完全成本估算	12
图 14: 采矿分部盈利能力逐年上升	12
图 15: 公司存货周转天数稳中下行	13
图 16: 公司资产周转率震荡上行	13
图 17: 16 年至今, 历经技改、环保限产、宏观风险冲击, 稳产+低成本助公司矿产金盈利能力跻身行业中上游	13
图 18: 美元指数与伦敦现货黄金、白银价格走势	16
图 19: 美元指数对应的一揽子货币权重占比	17
图 20: 金价 (美元/盎司) 与美国国债实际收益率 (%) 整体呈相关	17
图 21: 国际金价与 VIX 指数	18
图 22: 标普 500 指数与 VIX 指数	18
图 23: 世界黄金储备变化	19
图 24: 中国、日本、俄罗斯、土耳其黄金储备 (单位: 吨)	19
图 25: 各国黄金占外汇储备比例 (单位: %)	19
图 26: 伦敦现货黄金价格及世界黄金储备环比增量	20
图 27: SPDR 黄金持有量及金价对比	20
图 28: 美国 PCE 和核心 PCE 走势 (%)	21
图 29: 美国失业率走势 (%)	21
图 30: 美国工资总额指数	22
图 31: 美国各项 PMI 指标走势	22
图 32: 美联储扩表进程 (百万美元)	22
图 33: 2021 年至今公司 PE 估值水平	24

表 1: 灵宝黄金业务布局.....	7
表 2: 2024 年灵宝黄金资源情况.....	8
表 3: 公司资源板块力争在国内外形成“1+3+3”资源格局.....	14
表 4: 目标公司 (Simberi+Nord) 合并报表财务数据 (单位: 千美元).....	15
表 5: 公司盈利预测表.....	23
表 6: 可比公司估值表.....	24

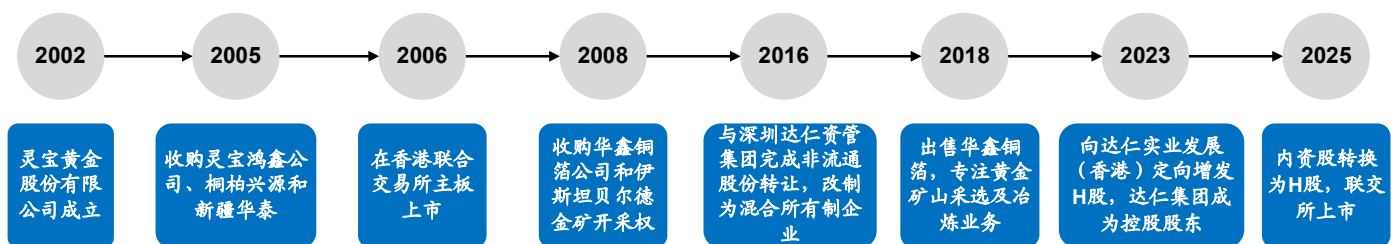
一、灵宝黄金：专注黄金主业，全球布局资源

（一）发展历程：历经 20 余年转型发展，专注黄金资源开发

始于灵宝，专注黄金资源开发。据灵宝黄金官网，灵宝黄金股份有限公司(03330.HK)主营黄金及其伴生元素的勘探、采选、冶炼、精炼。公司成立于2002年9月27日，经河南省政府批准，由灵宝市下辖金矿及冶炼厂合并而成。2005年，公司收购灵宝鸿鑫公司、桐柏兴源公司和新疆华泰公司，扩大黄金采选规模。2006年，公司在香港联合交易所主板上市。2008年，公司收购华鑫铜箔公司，加入铜产品再加工业务，同年收购吉尔吉斯斯坦的伊斯坦贝尔德金矿的开采权，并于次年收购吉尔吉斯斯坦的帕拉德克斯有限责任公司，控制两个探矿权。2018年，公司以25.58亿元对价完成华鑫铜箔100%股权转让，大幅降低债务规模及资产负债率，自此专注黄金主营业务。2024年公司入围中国黄金矿产金十大企业、销售收入十大企业、经济效益十佳企业、黄金冶炼十大企业。

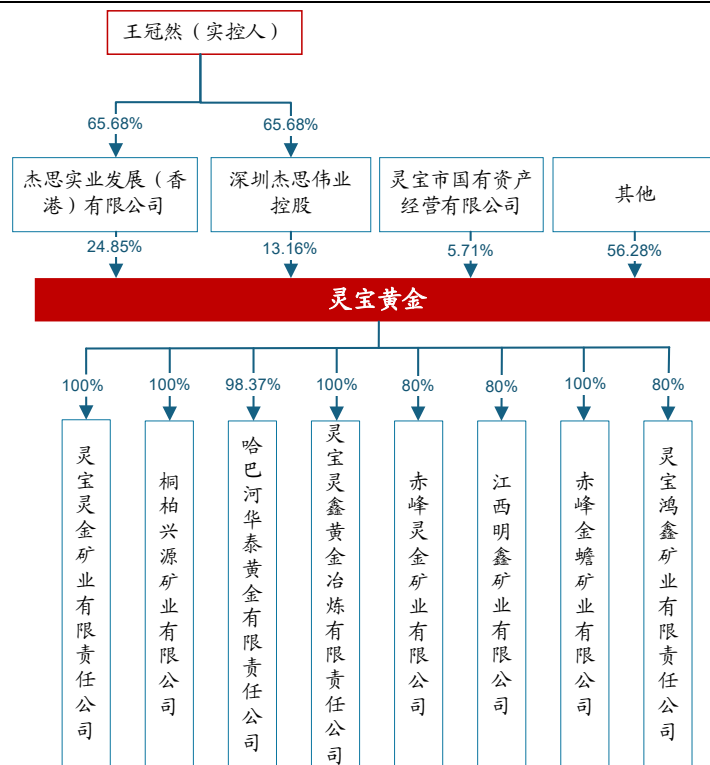
历经改制，当前实控人为王冠然。2016年，公司股东灵宝市国资公司与深圳达仁资管集团完成非流通股份转让，深圳达仁集团成为公司第一大股东，公司从地方国有控股公司改制为混合所有制企业。2023年，公司完成向达仁实业发展（香港）有限公司定向增发3.19亿股H股，达仁集团成为公司控股股东。2024年2月，达仁集团将其持有的灵宝黄金股份转让给其控股股东深圳杰思伟业控股股份有限公司（深圳杰思伟业）。截至25H1末，王冠然通过第一大股东杰思实业发展(香港)有限公司、第二大股东深圳杰思伟业控股股份有限公司，合计持股38%。

图1：公司发展历程



数据来源：公司年报及官网、广发证券发展研究中心

图2：灵宝黄金股权结构



数据来源：公司年报、iFinD、广发证券发展研究中心 备注：截至 25H1

（二）经营分析：金矿覆盖国内外，业绩迈入稳步增长期

1.资源禀赋：矿山+冶炼形成“5+1”格局，资源覆盖中国、吉尔吉斯斯坦

公司目前已形成**5大黄金矿山+1个冶炼加工企业格局**。据灵宝黄金官网，目前公司主要产品有金锭、银锭、电解铜、硫酸等，拥有五大矿山生产基地和一个冶炼加工企业：河南灵宝南山、河南南阳桐柏兴源、新疆哈巴河华泰、内蒙古赤峰金蟾、吉国富金（吉尔吉斯斯坦）和河南灵宝黄金冶炼分公司。

资源方面，据灵宝黄金2024年报，公司矿山位于中国河南、新疆、江西、内蒙古及甘肃及吉尔吉斯斯坦，合计37个采矿权及勘探权。其中河南灵金一矿、河南老湾金矿、新疆多拉纳萨依金矿、吉尔吉斯斯坦伊斯坦贝尔德金矿为公司主力黄金矿山。截止2024年12月31日，公司黄金储备资源量约131.8吨，平均品位约5.6克/吨。**冶炼方面**，河南灵宝黄金冶炼分公司主要产品有“灵金”牌国标金锭，白银、电解铜、工业硫酸等。

表 1: 灵宝黄金业务布局

业务	公司名称	业务介绍	选矿规模 (吨/日)	年产能 (金, kg)
黄金矿山	南山分公司	位于河南省灵宝市朱阳镇, 距离灵宝市区 50 公里, 成立于 2013 年 6 月。矿权面积 38.4 平方公里, 分为灵金一矿、灵金二矿、灵金三矿, 辖枪马、崆鑫两个矿区。采用磨浮工艺, 现有三个选矿厂选矿规模为 1300 吨/日, 年产黄金 2.5 吨以上。	1300	2500
	桐柏兴源公司	位于桐柏县淮源镇老湾村, 东南距桐柏县城 20km, 前身为“老湾金矿”, 始建于 1977 年 10 月, 2005 年 1 月收购为全资子公司。现有员工 358 人, 采用磨浮工艺, 选矿规模为 1300 吨/日, 年产黄金 1.5 吨以上。	1300	1500
	赤峰金蟾公司	位于赤峰市喀喇沁旗境内, 前身为喀喇沁旗大水清金矿, 始建于 1975 年, 2007 年 3 月整体收购为公司全资子公司。现有员工 240 人, 资源开采以竖井开拓方式为主, 选矿工艺采用浮选工艺, 最终产品为金精粉。选矿规模为 500 吨/日, 年产黄金 300 公斤以上。	500	300
	哈巴河华泰公司	成立于 2004 年 5 月, 是公司全资子公司, 是一家集采、选、冶一体化的矿业公司。公司在册干部职工 430 多人, 在哈巴河县拥有采矿区面积 6.116 平方公里, 勘探区面积 25.49 平方公里, 合作探矿区面积 4.28 余平方公里。采用全泥氰化、炭浆吸附的选金工艺, 选矿规模为 2500 吨/日, 年产黄金 1 吨以上。	2500	1000
	吉国富金公司	位于吉尔吉斯斯坦, 是灵宝黄金集团第一个收购、开发、建设的国外黄金企业。为落实中吉两国政府之间“资源换项目”, 2007 年 6 月 27 日, 富金公司在吉尔吉斯斯坦合资成立。采用磨浮+炭浆吸附, 选矿规模为 1500 吨/日, 年产黄金 1 吨。	1500	1000
黄金冶炼	冶炼分公司	黄金冶炼分公司是公司核心企业, 固定资产投资 7 亿元。以金精矿为主要原料, 采用金精矿浆式进料, 沸腾炉酸化焙烧 SO ₂ 烟气制酸, 酸浸提铜, 萃取-电积生产电解铜, 氰化浸出、锌粉置换提取金、银, 电解法精炼铸造金锭, 主要产品有“灵金”牌国标金锭, 白银、电解铜、工业硫酸等。年产黄金 30 吨、白银 30 吨、硫酸 10 万吨、电解铜 1.5 万吨。	-	30000

数据来源: 灵宝黄金公司官网、广发证券发展研究中心

表 2: 2024年灵宝黄金资源情况

序号	矿山(项目)名称	矿种	单位	探明	控制	推断
1	河南灵金一矿	金	矿石量(t)	567,877	1,613,126	3,053,862
			品位(g/t)	7.21	6.40	5.41
			金属量(kg)	4,095	10,330	16,513
2	河南红土岭金矿	金	矿石量(t)		116,856	113,120
			品位(g/t)		4.79	4.75
			金属量(kg)		560	537
3	河南鸿鑫一矿	金	矿石量(t)		113,027	36,065
			品位(g/t)		4.41	3.88
			金属量(kg)		499	140
4	河南灵金二矿	金	矿石量(t)		691,058	364,941
			品位(g/t)		7.44	7.42
			金属量(kg)		5,144	2,707
5	河南灵金三矿	金	矿石量(t)		126,395	131,354
			品位(g/t)		5.60	4.62
			金属量(kg)		708	607
6	河南桐柏老湾金矿区(彭家老庄矿段)	金	矿石量(t)		102,752	532,739
			品位(g/t)		4.50	4.69
			金属量(kg)		462	2,497
7	河南桐柏老湾金矿区(上上河矿段)	金	矿石量(t)		219,037	306,701
			品位(g/t)		4.52	4.88
			金属量(kg)		990	1,496
8	河南桐柏老湾金矿区(上上河外围矿段)	金	矿石量(t)		1,204,869	2,344,452
			品位(g/t)		6.14	4.96
			金属量(kg)		7,392	11,623
9	河南桐柏老湾金矿区(老湾矿段)	金	矿石量(t)		138,124	116,534
			品位(g/t)		4.32	3.42
			金属量(kg)		597	399
10	河南桐柏老湾金矿区(老湾东矿段)	金	矿石量(t)	109,630	546,523	183,762
			品位(g/t)	6.86	7.23	7.69
			金属量(kg)	752	3,950	1,414
11	新疆多拉纳萨依金矿	金	矿石量(t)	471,597	2,376,955	1,627,728
			品位(g/t)	1.87	2.26	2.27
			金属量(kg)	882	5,361	3,696
12	新疆多拉纳萨依金矿深部	金	矿石量(t)			
			品位(g/t)			
			金属量(kg)			
13	新疆多拉纳萨依金矿外围	金	矿石量(t)			129,803
			品位(g/t)			5.18
			金属量(kg)			672
14	新疆托库孜巴依金矿	金	矿石量(t)		88,259	116,495
			品位(g/t)		5.05	7.79

序号	矿山(项目)名称	矿种	单位	探明	控制	推断
			金属量(kg)		446	901
15	新疆托库孜巴依金矿深部	金	矿石量(t)		21,828	318,909
			品位(g/t)		4.76	4.90
			金属量(kg)		104	1,563
			矿石量(t)	30,048	485,106	299,638
16	内蒙金蟾山金矿	金	品位(g/t)	8.72	5.00	5.03
			金属量(kg)	262	2,424	1,506
			矿石量(t)			746,112
17	内蒙水泉沟金矿	金	品位(g/t)			10.13
			金属量(kg)			7,560
			国内金属量合计			金属量(kg)
18	吉国伊斯坦贝尔德金矿上部	金	矿石量(t)		545,667	1,409,377
			品位(g/t)		9.32	6.71
			金属量(kg)		5,083	9,457
19	吉国伊斯坦贝尔德金矿东部矿区	金	矿石量(t)		101,075	1,560,364
			品位(g/t)		7.96	6.64
			金属量(kg)		805	10,359
20	吉国伊斯坦贝尔德金矿	金	矿石量(t)		6,228	630,789
			品位(g/t)		10.92	11.49
			金属量(kg)		68	7,250
国外金属量合计			金属量(kg)		5,969	27,066
总金属量			金属量(kg)	5,991	44,936	80,897

数据来源：灵宝黄金 2024 年报、广发证券发展研究中心

2. 产销：冶炼金产销震荡收缩，矿产金产销保持平稳

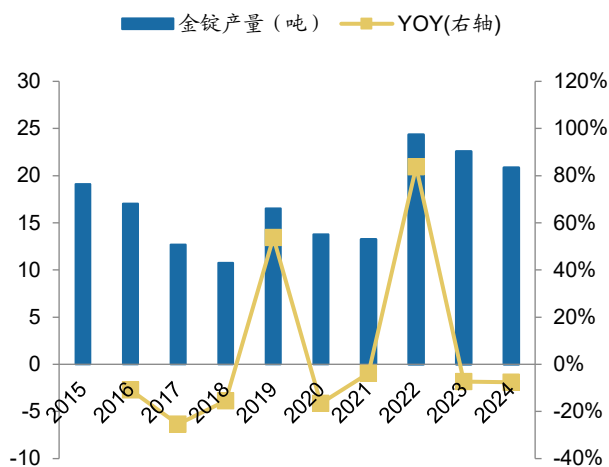
冶炼端：2020-2024年冶炼金产销量小幅收缩，25H1产销回稳。据iFinD，产量方面，2015年至今公司金锭产量及销量先降后升，2022-2024年期间，公司金锭产量、销量均超20吨，且呈小幅收缩趋势。2024年金锭产量、销量均约21吨，金锭产销量同比小幅减少，主因冶炼分公司实施产能调整、合并浸金系统，优化资源分配。2025年上半年金锭产量、销量均约11吨，同比小幅增加，主因上半年高效组织生产，释放产能效能，提高矿山产金量，同时增加合质金生产数量。

矿产端：2020年至今矿产金产销震荡平稳，25H1推动增产增效。据公司年报，以合质金、金精粉合并口径估算，2015年至今公司矿产金产量及销量均先降后升，2022-2024年期间，公司矿产金产量、销量均超5吨。2025年上半年矿产金产量、销量均约2.9吨，同比均大幅增长。

2025年上半年各矿山稳步增产。据公司25年半年报，**(1)兴源公司：**克服地质勘查、基建工程交叉作业影响，采取三班分时作业、优化施工工序等措施，高效统筹推进采掘作业与充填空区，2025年上半年新增23个采矿点，日均采出矿量持续提升；**(2)南山分公司：**高效推进枪马基建期工程、灵金一矿生产勘探项目，加快实施白桦选

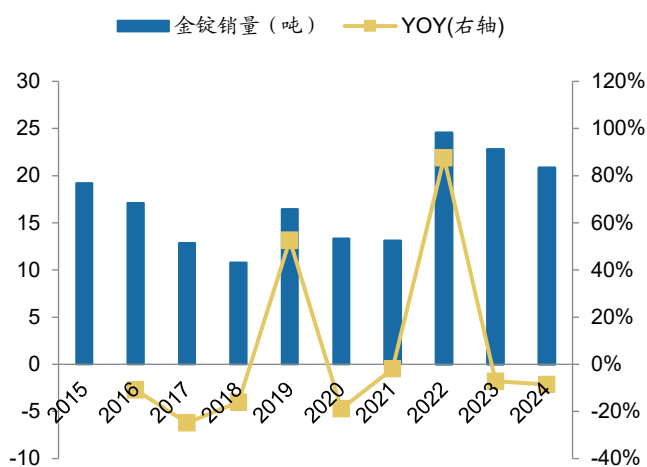
厂建设和尾矿库建设；**(3) 华泰公司**：引用新型半自动机械化采矿设备，大幅降低人工成本，提升效率，磨矿产能由1800吨/日提升至2200吨/日，增幅达22.2%。

图3：公司金锭产量及增速



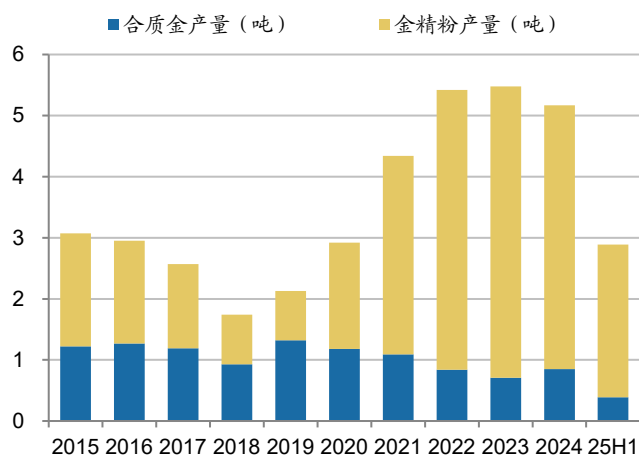
数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图4：公司金锭销量及增速



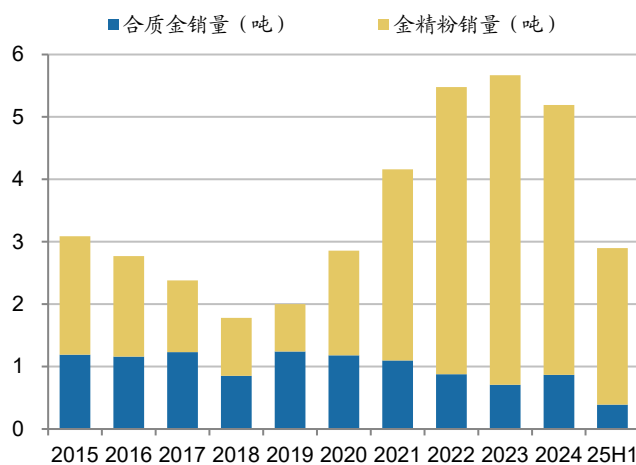
数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图5：公司矿产金产量（合质金、金精粉）



数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图6：公司矿产金销量（合质金、金精粉）

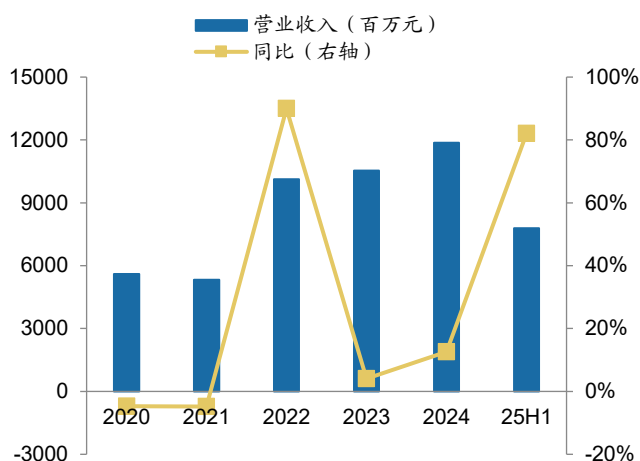


数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

3. 经营业绩：金价上行助力业绩增长，矿产端贡献主要利润

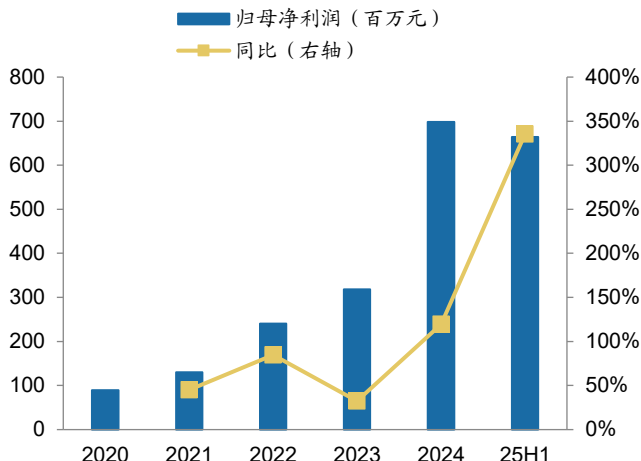
受益于黄金量价齐升，2020年至今公司收入及利润保持增长，25H1归母净利加速增长。据公司年报，受益于金价上行及销量增长，2020年至今公司收入及利润整体保持增长。2024年公司实现营业收入119亿元，同比+13%，归母净利7亿元，同比+119%。25H1公司实现营业收入78亿元，同比+82%，归母净利7亿元，同比+382%。

图7：2020-2024年公司营业收入持续增长



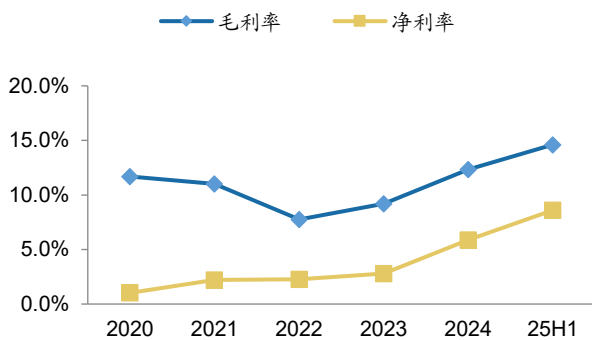
数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图8：2020-2024年公司归母净利润快速增长



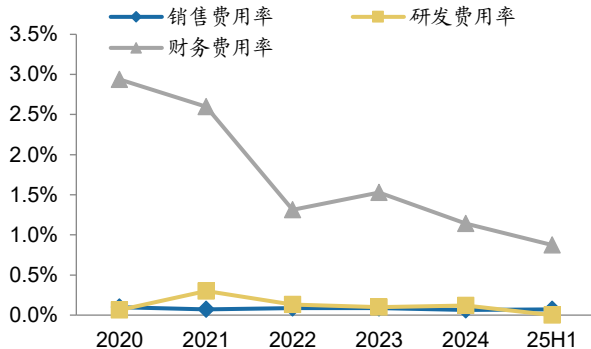
数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图9：2020年至今公司毛利率及净利率



数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图10：2020年至今公司费用率



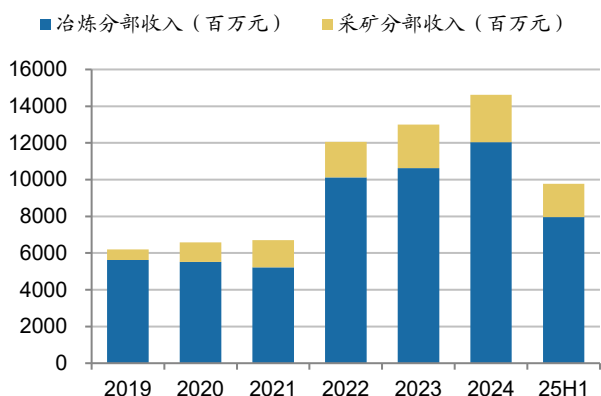
数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

采矿分部贡献公司主要利润。据公司年报及2025年半年报，收入结构方面，2020年至今公司冶炼分部贡献主要收入，其中2024年冶炼分部收入占比约82%；25H1河南、新疆、吉尔吉斯斯坦及内蒙古收入占采矿分部收入比例分别为72.34%、14.86%、10.55%及2.25%。利润结构方面，2020年至今公司采矿分部贡献主要利润，其中2024年采矿分部利润占比约96%。综合来看，公司利润主要来自采矿分部，冶炼分部利润贡献较低。2024年冶炼分部扭亏为盈。通过统筹调整产能、普通矿焙烧转型及合并两套浸金系统，优化资源配置；强化生产组织，精细化金属平衡管理，降本增效提

高产品毛利。

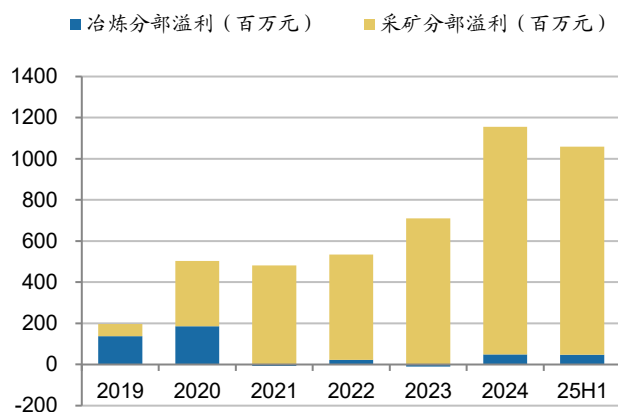
受益于量价齐升、效率上升，25H1境内外采矿分部盈利均实现增长，冶炼分部同比扭亏为盈。(1)采矿分部：25H1采矿分部盈利人民币1,012,131千元，同比+270%。中国境内采矿分部的盈利同比增255%。主因国内矿山统筹推进生产经营、提高选矿能力、降本增效。吉国采矿分部富金公司提高选厂运行效率、增产增利。(2)冶炼分部：25H1盈利人民币47,379千元，同比扭亏为盈。冶炼分部紧抓贵金属、硫酸价格上涨市场机遇，管控成本，强化生产组织，提升管理水平。

图11：公司冶炼分部贡献主要营收



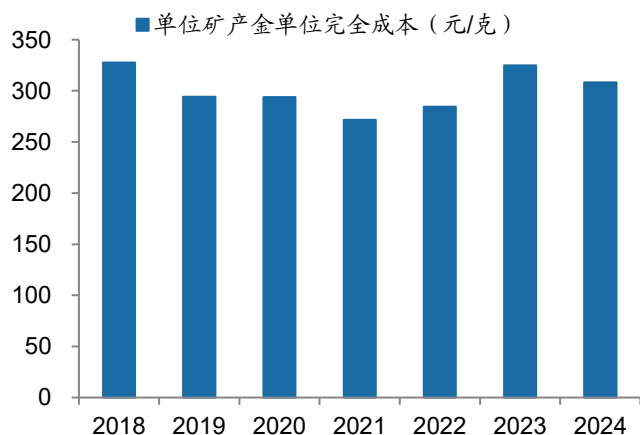
数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图12：公司利润主要来自采矿分部



数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

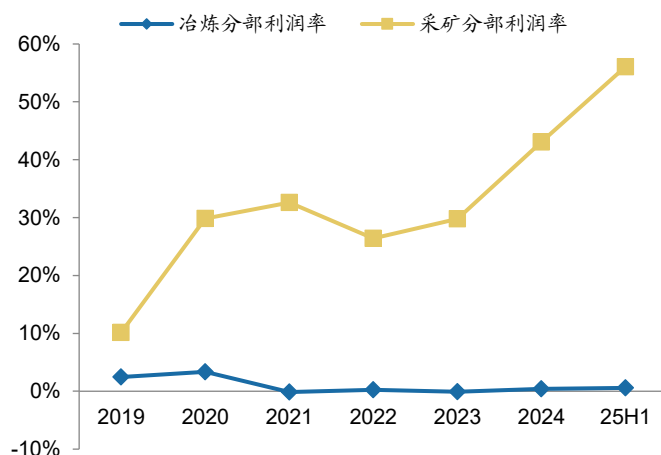
图13：公司采矿分部单位完全成本估算



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

备注：单位完全成本基于分部收入、溢利等估算

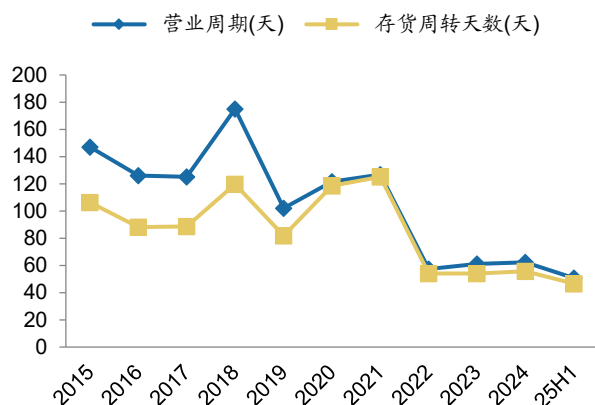
图14：采矿分部盈利能力逐年上升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

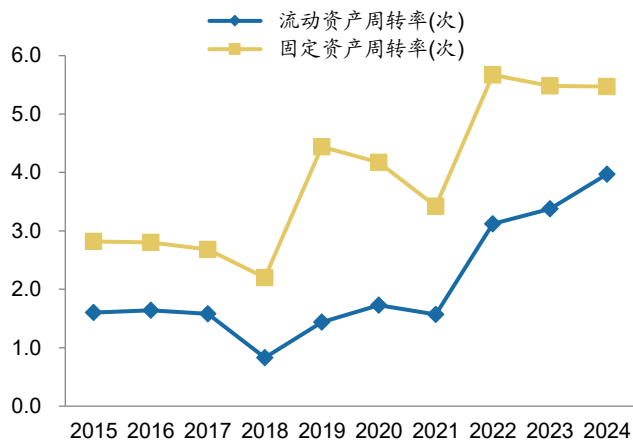
备注：分部利润率=分部溢利/分部收入

图15: 公司存货周转天数稳中下行



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图16: 公司资产周转率震荡上行

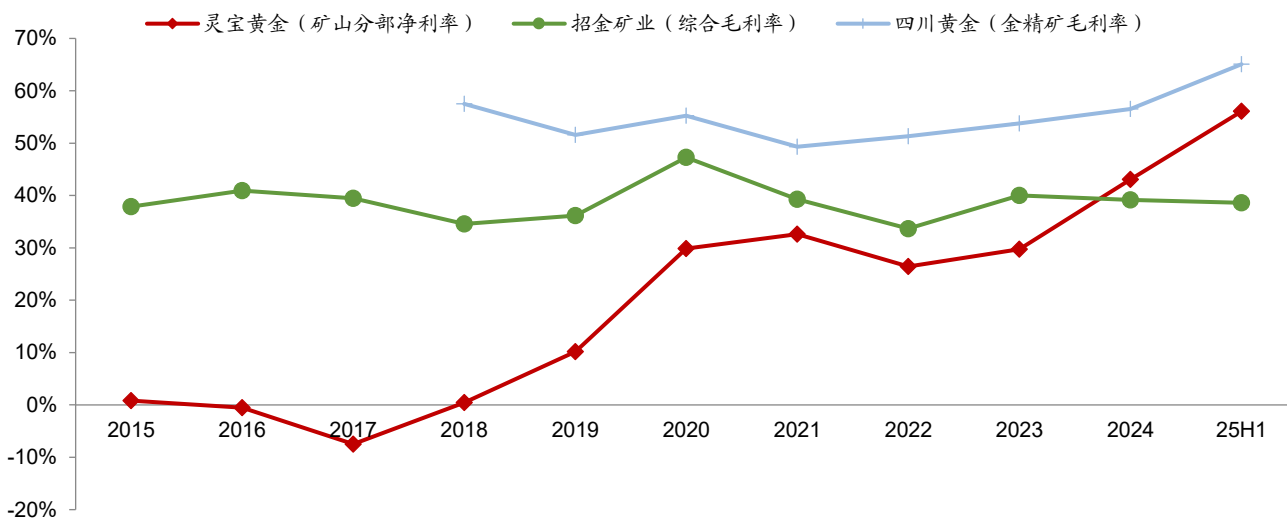


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 投资逻辑: 黄金后起之秀, 迈向卓越

发展战略: 立志成为“国内一流、国际知名”黄金矿企。据公司官网, 公司的愿景是成为“国内一流、国际知名”的卓越黄金矿业集团。**国内一流:** 业绩一流: 行业产量排名与市值双一流, 至2030年自产金产量进入国内行业排名前五, 2030年前实现国内A股资本市场上市。**管理一流:** 充分提升企业经营活力, 融合各类所有制能力特长, 在国内同行业内形成一流的、具有明显灵宝黄金特色的管理体制优势。

图17: 16年至今, 历经技改、环保限产、宏观风险冲击, 稳产+低成本助公司矿产金盈利能力跻身行业中上游



数据来源: 各公司年报、iFinD、广发证券发展研究中心

资源板块遵循“立足灵宝，辐射华夏，破局亚非拉”发展路径。据公司《2024年环境、社会及管治报告》，为实现2030战略发展目标，公司将沿着基础夯实期（2023–2025）、规模发展期（2026–2028）、塑造一流期（2029–2030）的发展路径，分阶段推进战略落地。在此过程中，坚持国际化资源扩张及经营路径，到2030年实现资源储量、黄金产量、利润等综合指标重大突破，并积极参与全球性资源及经营布局。在资源布局，公司遵循“立足灵宝，辐射华夏，破局亚非拉”的发展路径，力争在国内外形成“1+3+3”资源格局。

表 3: 公司资源板块力争在国内外形成“1+3+3”资源格局

1-立足灵宝	立足总部属地优势，深度参与 <u>灵宝市域及小秦岭区域</u> 资源整合，带动河南省内资源布局。
3-辐射华夏	立足现有探采项目区位布局，深耕“ <u>新疆-吉国区域，内蒙古区域，陕甘区域</u> ”三大核心区域，形成区域化运营优势。
3-破局亚非拉	立足全球视野，走出国门，在 <u>南美、西非、中南半岛三个富矿洲际区域</u> 实现资源布局的破局，形成国际化矿山运营能力。

数据来源：灵宝黄金《2024年环境、社会及管治报告》、广发证券发展研究中心

2025年重点推动勘查找矿+资源并购、降本增效、数智化转型。（1）**勘查找矿与资源并购并重：**积极与科研院所及勘查单位进行合作，引进先进的找矿理念和技术设备，制订主力生产基地勘查规划，力争实现找矿突破和增储上产。（2）**深化精益管理，推动降本增效：**主动向行业领先企业对标学习，加速信息化与生产运营管理的融合，提升管理水平和效率。（3）**加快推进数智化转型：**以业务系统及数据整合为核心，搭建业务数字化管理系统及配套保障体系。打通矿山智能化数据，实现业务系统与财务数据的无缝对接，从经营分析角度为管理提效赋能。

老湾金矿大幅增储73%，且仍有较大找矿空间。根据灵宝黄金2025年11月发布的《桐柏老湾金矿区完成全区勘探工作，金金属量(矿产资源量)增长约73%至54.51吨》，公司在桐柏老湾金矿区长约7公里，宽约1.2公里的采矿许可证范围内，标高-350米以上的普查区和空白区开展勘查工作，历时3年，施工钻孔94个，进尺41,000余米，采样分析9,000余件。截至2025年9月30日的桐柏老湾金矿区的金金属量(矿产资源量)为175.3万盎司(折合54.51吨，品位4.28克/吨，基于金价3,380美元/盎司估算)，与截至2024年12月31日的金金属量101.5万盎司(31.57吨)相比，增幅73%。此外，桐柏老湾金矿区采矿权-350米以下深部矿化仍未封闭，深部仍有较大找矿空间，下一阶段钻探计划正在推进。

金价上行期进行资源重估，存量矿山资源量有望上升。据公司2025年半年报，2025年公司各矿山依据矿体赋存条件，结合近三年金价走势重新评估调整工业品位，提升资源量。另外对现有储量进行二次摸底，采用提高残采品位结算等方式，最大限度回收资源，提高资源利用率。

全球金矿并购顺利推进，25M12计划收购巴布亚新几内亚在产金矿。据灵宝黄金2025年12月发布的《认购目标公司的50%+1股股权》，2025年12月10日，买方(公司间直接全资附属公司)与卖方订立协议，买方有条件同意认购及卖方有条件同意

配售目标公司的50%+1股股权，总价3.7亿澳元(约人民币17.35亿元，其中60%-70%拟由融资贷款解决、其余30%-40%以自有资金出资)。目标公司核心资产为位于巴布亚新几内亚新爱尔兰省的Simberi在产金矿(通过Simberi持有80%权益)，该矿黄金资源量153吨(平均品位1.4克/吨)、储量81.2吨(平均品位1.8克/吨)，并运营一座年处理350万吨的选矿厂。其采矿租约预计延长至2038年(正式批文预计2026年上半年取得)。当前氧化矿生产将持续至2027年，随后计划继续开发硫化矿，保障未来十年稳定产出，达产年产金量超过7吨/年。此外，目标公司还持有邻近的两个在续期中的探矿权100%权益，具备资源增长潜力。25Q3目标公司(Simberi+Nord合并报表)税前利润约10,695千美元，同比扭亏为盈。

表 4: 目标公司 (Simberi+Nord) 合并报表财务数据 (单位: 千美元)

	25Q3 (未经审核)	25H1 (经审核)	24H1 (经审核)
总资产	233,220	214,042	136,159
资产净值	-27,794	-39,429	-16,947
收入	41,228	136,416	129,687
除税前利润	10,695	-21,292	-12,737
除税后利润	10,695	-21,292	-9,568

数据来源: 灵宝黄金《认购目标公司的50%+1股股权》、广发证券发展研究中心

有序推进内部改革，提升管理水平。2025年上半年，公司重点强化地质勘查与生产勘探效能，组建专业化地勘公司，提升矿产资源勘查成效与资源保障能力，同时增设专业工程管理小组，强化工程建设项目全周期管控，严控工程总体投资，提升工程实施成效。在人力资源层面，实施专项引才计划，引进83名专业人才，其中地质、测量、采矿类核心技术人才27人，占比33%。

二、黄金行业：降息周期延续，金价仍将稳步上行，业绩释放助力板块估值修复

根据我们于2025年12月发布的《有色金属行业2026年投资策略：黄金仍将稳步上行，库存周期将迎主升浪》：

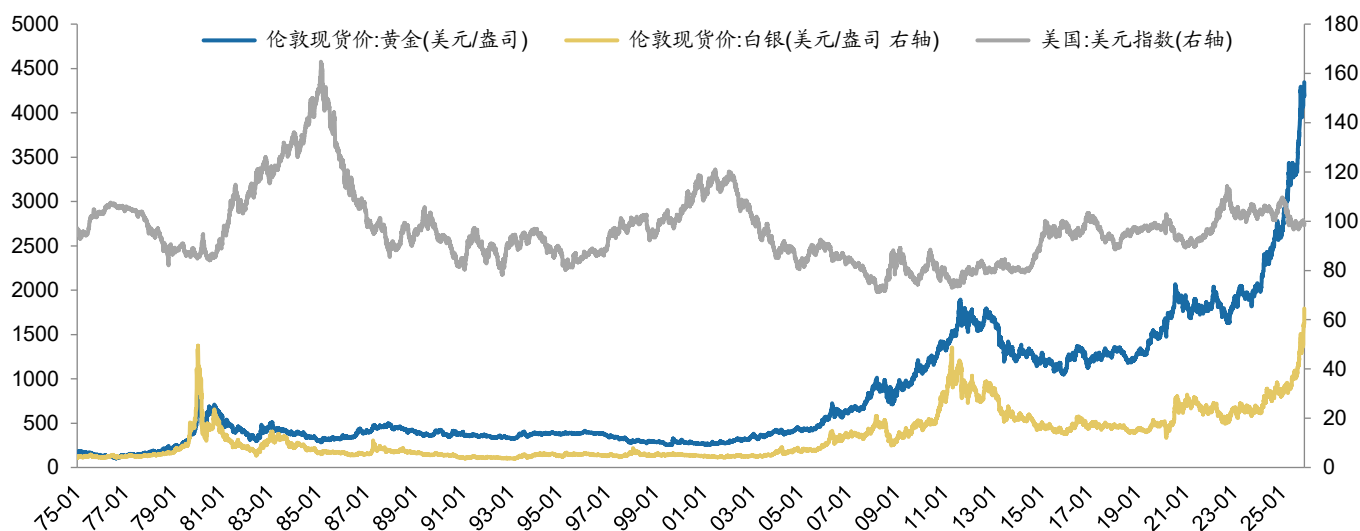
（一）黄金的定价体系

1. “黄金-美元指数-实际利率”框架下，金价与美元存在负相关关系

20世纪70年代布雷顿森林体系解体后，美元与黄金脱钩，黄金定价体系发生变化，但仍是各国央行储备资产，具备准货币属性，因此其定价仍取决于金融属性。

按照购买力平价理论，当美元贬值时（购买力下降），购买单位商品所需要的美元增加，而黄金是一种非孳息资产，其具备内在价值（单位黄金所能兑换的商品数量不变），则以美元标价的黄金价格上涨，因此金价与美元存在负相关关系。

图18：美元指数与伦敦现货黄金、白银价格走势

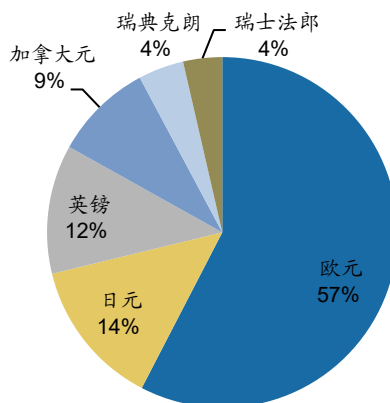


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

金价与美元指数的负相关关系体现的就是黄金的“抗通胀”（货币超发所带来的货币贬值），但这种“抗通胀”仅体现在美元经济体，非美经济体是通过货币超发造成的外汇贬值而造成金价上涨，黄金仍是一种美国“货币”。

由于美元指数体现的是美元对一揽子货币的涨跌，因此判断美元指数要综合美国和其他经济体的货币的变动，即绝对值和相对值相结合。绝对值来看，美元的强弱取决于美国经济资本回报率，核心指标为美国十年期国债实际收益率，观察指标为PCE和失业率。相对角度来看，观察美元指数需从非美经济体对美国经济的相对强与弱来看，即当美国经济下行时，其具有外溢效应，如果非美经济体表现更弱，则美元指数仍会走强。因此，我们说美元指数的涨跌方向由美国经济表现决定，但其涨跌的斜率由非美经济体（美元指数一揽子货币中的经济体，下同）的表现决定。

图19: 美元指数对应的一揽子货币权重占比

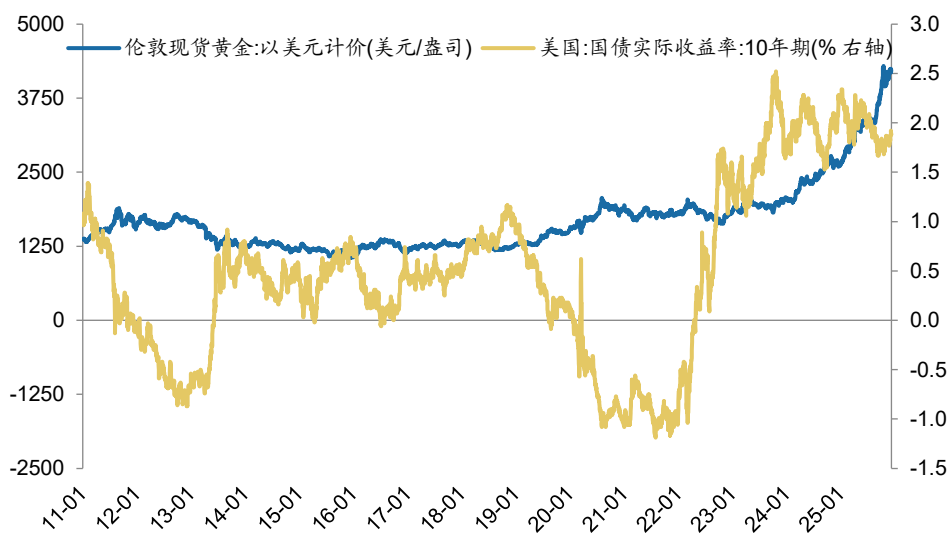


数据来源: 美国洲际交易所、广发证券发展研究中心

备注: 时间为1999年。

美元的价格表现为利率。当利率上升时, 代表美元价值增加, 因此实际利率的上行伴随美元指数的上行和金价的下跌。而利率的背后实际上是各经济体的资本回报率。当利率上行时, 代表的是整个经济体的资本回报率在增加, 黄金作为非孳息资产, 配置需求下降; 当利率下行时, 代表的是整个经济体的资本回报率在下降, 同样的, 黄金作为非孳息资产, 其投资和资产配置吸引力将会明显提升。

图20: 金价(美元/盎司)与美国国债实际收益率(%)整体呈相关



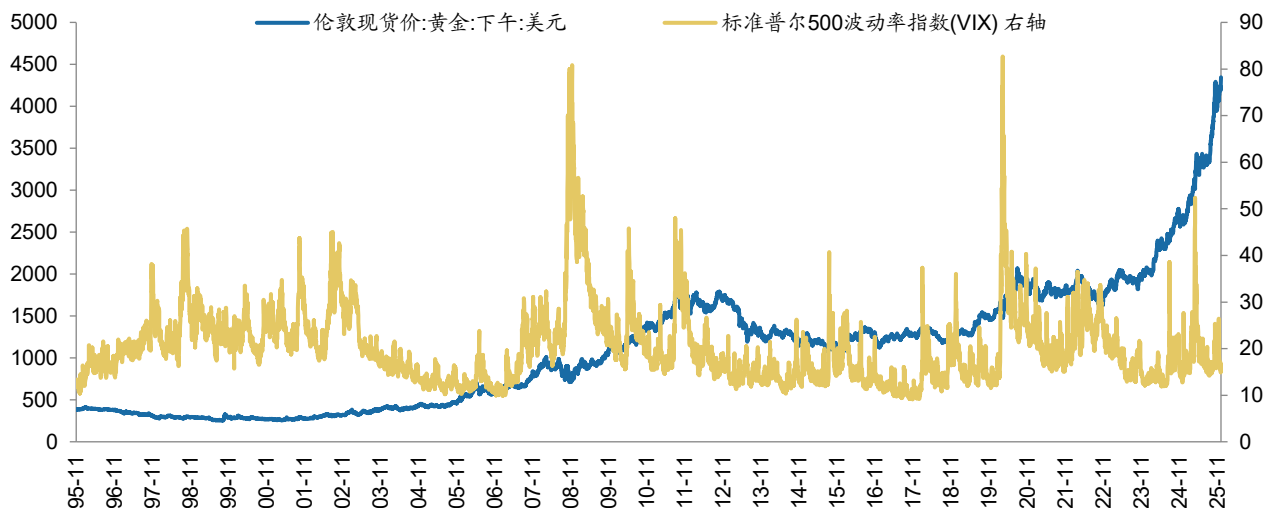
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2. 避险情绪提供短期交易性机会

黄金作为一种全球公认的“准货币”, 其在发生政治军事动荡、自然灾害、金融市场

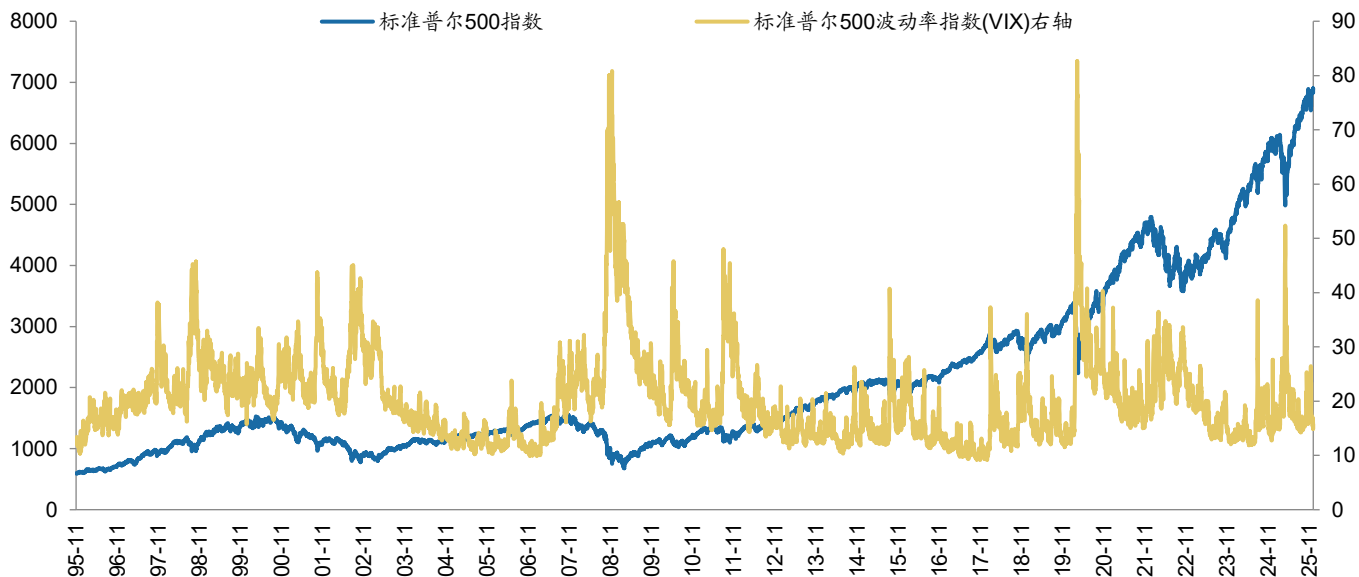
“黑天鹅”等情况下充当了一种避险资产的角色。当股票市场出现恐慌的时候，黄金ETF和黄金股票的波动性也加大，呈现相同趋势；但在黄金股票的涨跌趋势方面，其与VIX指数并未呈现明确的趋同趋势，因为VIX指数更多的是由短期事件性因素引发的波动性，其更容易在短期之内消除，难以对金价形成趋势性涨跌的支撑。因此，我们认为VIX指数或者说避险情绪能够带来黄金及黄金股票的交易性投资机会，但不能带来趋势性投资机会。

图21: 国际金价与VIX指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图22: 标普500指数与VIX指数

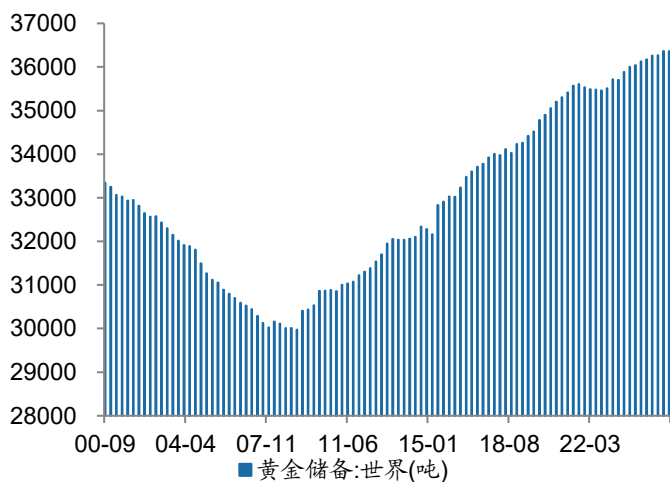


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3. 央行增持黄金与金价呈现正相关性

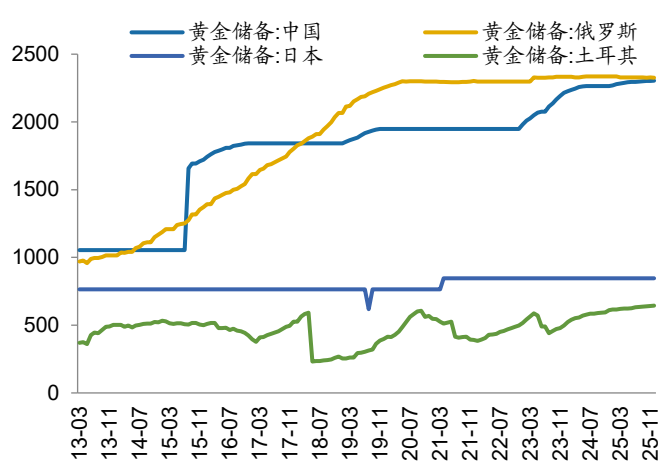
黄金在各国央行储备中的比重越来越高。自2008年起，世界黄金储备总量保持稳定增长态势，相比2008年，25Q3世界储备金已增加6351吨。世界黄金储量最多的前十大国家中，美国黄金储量最多，且外汇占比最高；截至25M12，中国黄金储量为2304吨，外汇占比8%。自2021年起，多国央行外汇储备中黄金占比呈上升趋势。

图23: 世界黄金储备变化



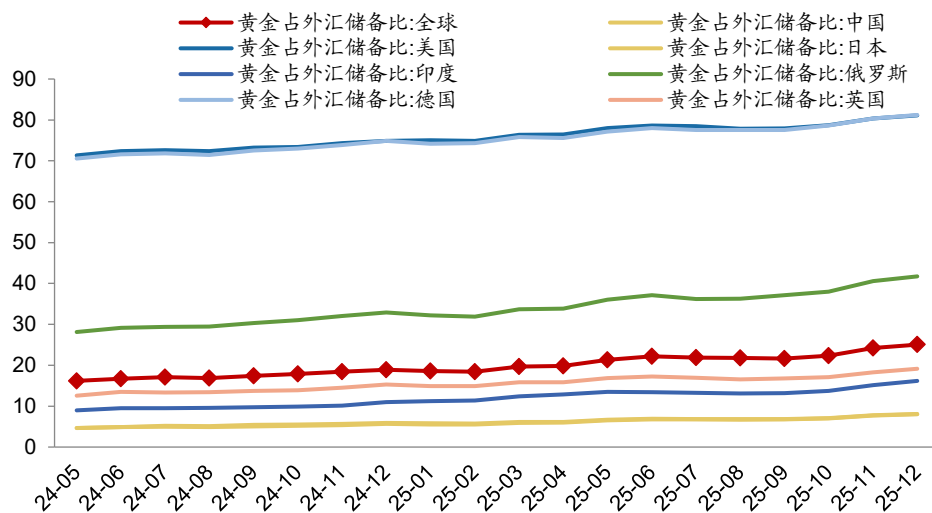
数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图24: 中国、日本、俄罗斯、土耳其黄金储备(单位: 吨)



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图25: 各国黄金占外汇储备比例(单位: %)

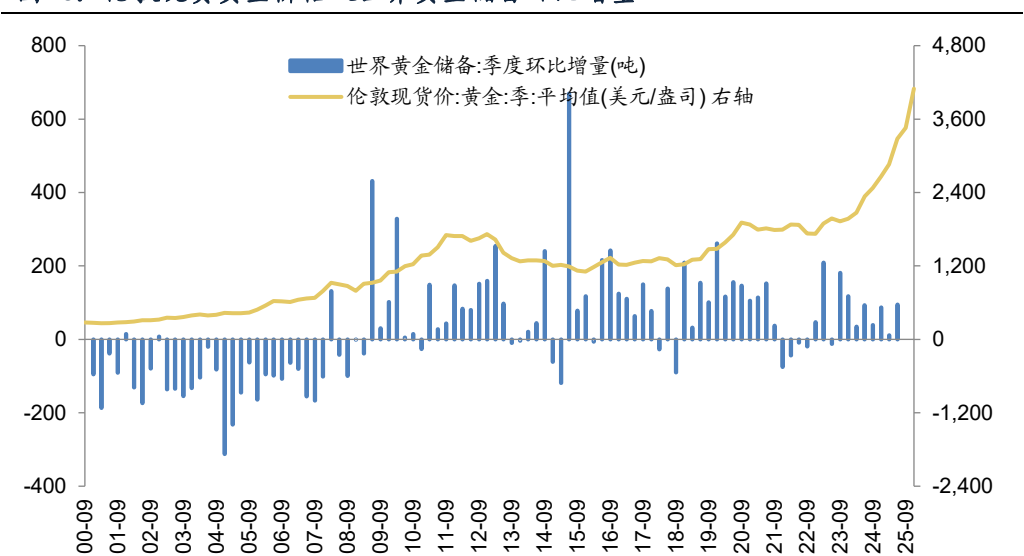


数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

央行增持黄金一般发生在有较大的风险性事件、美元权威受到挑战等情况下，央行持有黄金季度环比增量与金价涨跌呈现正相关性。可以理解为，央行增持黄金行为更多的是当下宏观环境的反映，也是黄金抗通胀、抗风险、非孳息属性的体现。

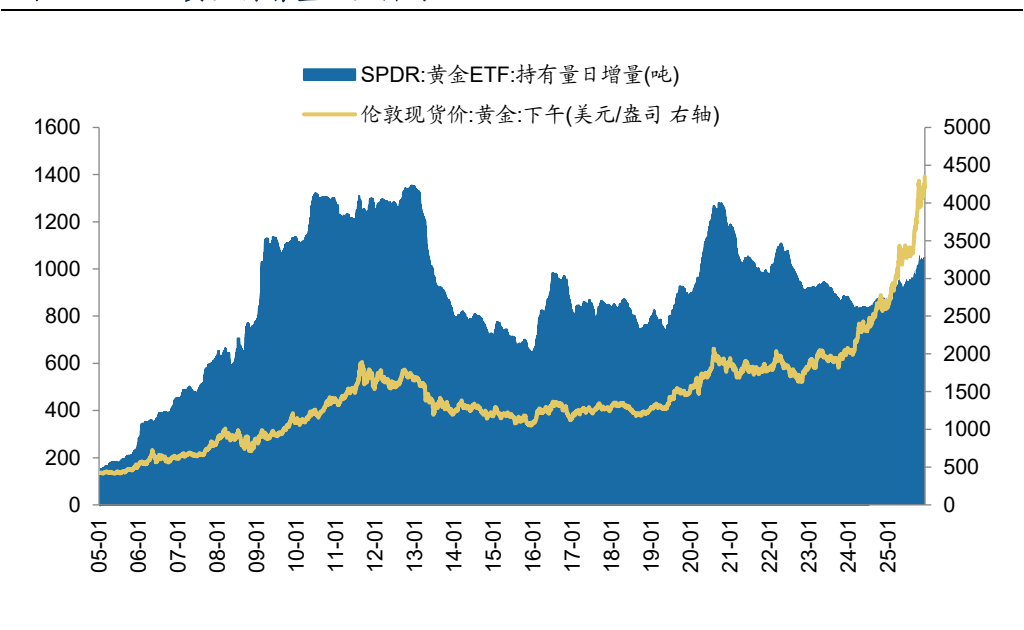
央行通过增加黄金储备来分散外汇储备风险、降低对美元的依赖，增强金融安全性和稳定性；这种行为不仅反映了各国对全球经济不确定性的担忧，也增强了市场对黄金作为避险资产的信任，进一步推高金价，此外，央行购金行为往往引发市场预期变化，促使市场投资者增加黄金投资。

图26: 伦敦现货黄金价格及世界黄金储备环比增量



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图27: SPDR黄金持有量及金价对比



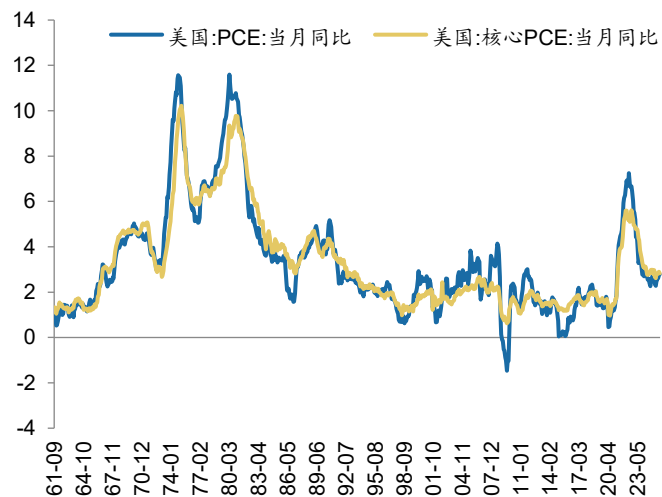
数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

（二）金价仍将稳步上行，业绩释放助力板块估值修复

美联储加息/降息引起的美元和金价的涨跌是一种方向预期。美联储相机抉择，加息代表经济热度向好（资本回报率上升，金价跌），降息代表经济下行（资本回报下降，金价涨）。美联储核心关注通胀和就业数据。从通胀数据看，美国核心PCE从2023年2月同比增4.86%的高点回落至2025年9月的同比增2.83%，基本呈现逐步温和和放缓态势；从就业数据看，美国失业率从2023年年末的3.7%提升至2025年9月的4.4%；从制造业数据看，美国Markit制造业PMI指数在2020年2季度经历约5个季度的反弹后，持续震荡回落至52左右。

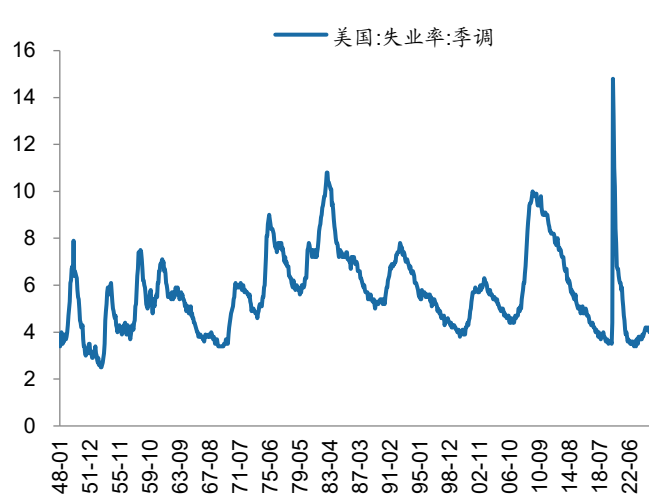
降息周期延续，金价仍将稳步上行，业绩释放助力板块估值修复。伴随25年12月美联储降息落地，美联储稳步迈入降息周期。美国关税政策对通胀的“一次性”冲击预期落地后，美联储将继续平衡就业和通胀等核心目标。26年美联储降息幅度与节奏和后期美国经济数据及美联储人事变动相关联，美国实际利率和美元指数预期持续走弱，推动金价上涨。随着金价快速上行且高位运行，26年开始黄金企业业绩将全面释放，板块或迎戴维斯双击行情。

图28: 美国PCE和核心PCE走势 (%)



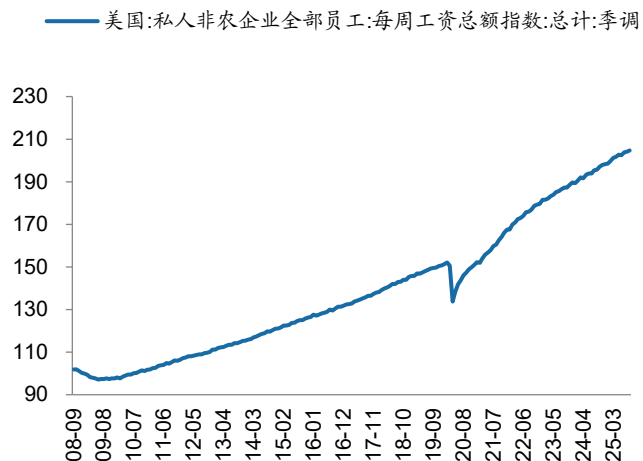
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 美国失业率走势 (%)



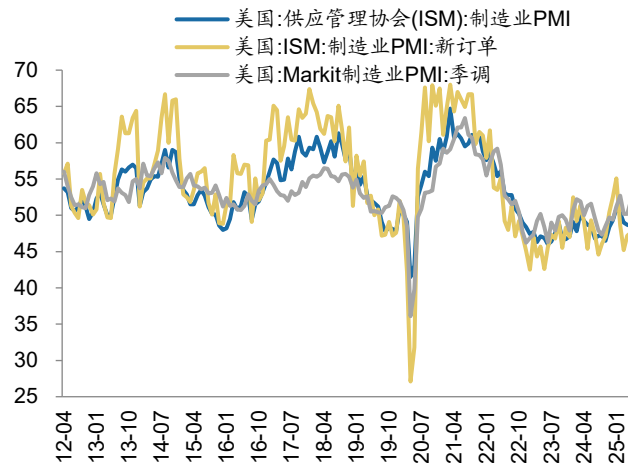
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 美国工资总额指数



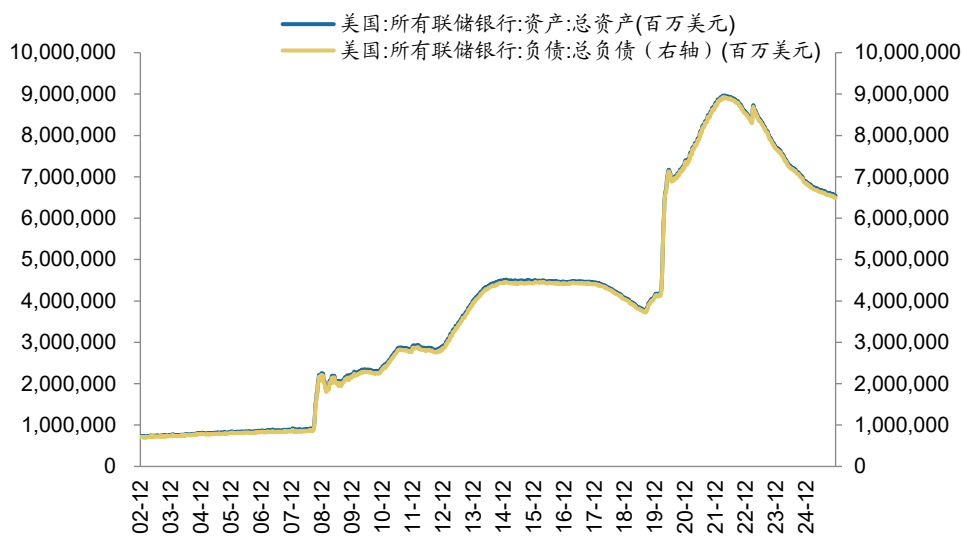
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 美国各项PMI指标走势



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图32: 美联储扩表进程 (百万美元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

(1) 产量：技改增产稳步推进叠加并购金矿，矿产金产量预计持续上升，预计2025/2026/2027年矿产金销量分别为6/9.0/9.7吨。据中国黄金报，公司规划到2030年实现年产黄金30吨，预计技改增产+并购是主要增产方式。技改方面，如前所述，公司各矿山依据矿体赋存条件，结合近三年金价走势重新评估调整工业品位，提升资源量。同时，通过三班分时作业、优化施工工序、引用新型半自动机械化采矿设备等方式，助力稳步增产。基于25H1矿产金年化产量，估算25年产量同比增速近20%（技改增效），预计未来存量矿产金产量增速10-15%。并购方面，25年计划收购的巴布亚新几内亚在产金矿有望进一步增厚未来产量。

(2) 成本：降本增效叠加技改增产，预计未来3年成本小幅抬升。假设2025/2026/2027年矿产金单位生产成本分别为350/354/357元/克。降本方面，国内矿山统筹推进生产经营、提高选矿能力、降本增效。吉国采矿分部富金公司提高选厂运行效率、增产增利。

(3) 价格：参考我们在2025年12月发布的《有色金属行业2026年投资策略：黄金仍将稳步上行，库存周期将迎主升浪》，降息周期延续，金价仍将稳步上行，业绩释放助力板块估值修复。据iFinD及上海期货交易所，26M1期间，黄金价格在1000-1250元/克区间震荡，假设2025/2026/2027年黄金均价分别为780/1000/1050元/克。

(4) 其他业务：其他产品主要为冶炼业务（金锭、白银、电解铜、工业硫酸等），公司通过管控成本，强化生产组织，提升管理水平，有望稳定盈利。

表 5：公司盈利预测表

营业收入（千元）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
自产金	2,150,394	2,527,230	2,911,836	4,680,000	9,023,880	10,205,874
其他	7,976,064	8,006,451	8,954,792	8,283,462	11,125,529	11,681,805
合计	10,126,458	10,533,681	11,866,628	12,963,462	20,149,409	21,887,679
营业成本（千元）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
自产金	1,340,405	1,615,011	1,451,520	2,100,000	3,925,715	4,198,815
其他	8,000,952	7,948,769	8,953,189	8,199,160	11,012,302	11,562,917
合计	9,341,357	9,563,780	10,404,709	10,299,160	14,938,017	15,761,732
毛利（千元）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
自产金	809,989	912,218	1,460,316	2,580,000	5,098,165	6,007,059
其他	-24,888	57,683	1,603	84,302	113,227	118,888
合计	785,101	969,901	1,461,919	2,664,302	5,211,392	6,125,947
毛利率	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
自产金	37.7%	36.1%	50.2%	55.1%	56.5%	58.9%
其他	-0.3%	0.7%	0.02%	1.0%	1.0%	1.0%
合计	7.8%	9.2%	12.3%	20.6%	25.9%	28.0%

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

25/26/27年，预计公司EPS分别为1.18/2.57/3.03元人民币/股，按照26年2月4日收盘价，对应PE估值分别为17/8/7倍。公司主营金矿采选业务，产品为金锭等，选择主营业务为金矿采选的上市公司作为对标：中金黄金、招金矿业，截至2026年2月4日收盘，各公司对应iFinD一致预期的2026年PE估值分别为23、27倍，均值为25倍。21年至今公司PE均值约5.4倍，25H2期间伴随金价上行及公司外延并购，PE估值上升至10-18倍区间，参考25H2期间公司估值，考虑公司推进存量金矿增储增产、海外黄金资源并购，叠加未来金价预期上行，未来有望迎来估值重估，我们认为给予公司2026年13倍PE估值较为合理，对应合理价值为37.45港元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

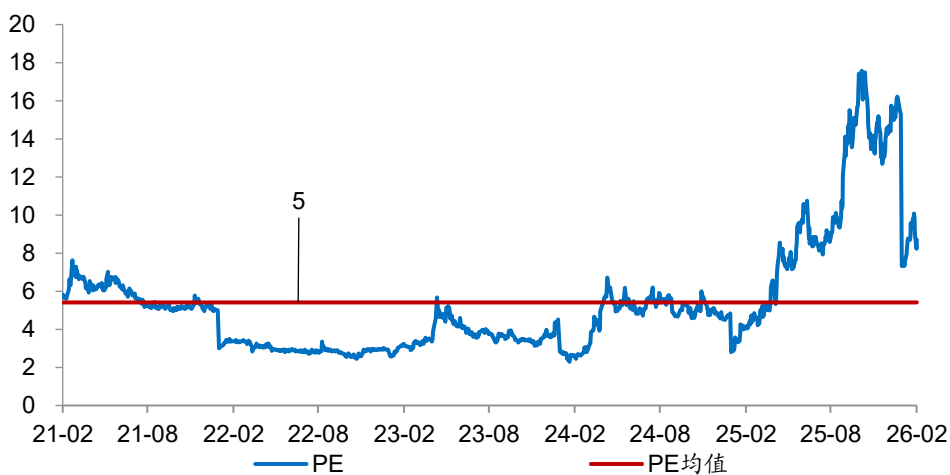
表 6: 可比公司估值表

代码	简称	最新收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600489.SH	中金黄金	31.56	0.70	1.05	1.37	17	30	23
01818.HK	招金矿业	34.84	0.37	0.99	1.27	30	35	27

数据来源：公司年报、iFinD、广发证券发展研究中心

备注：A股单位为人民币，港股单位为港元。盈利预测基于iFinD一致预期。

图33: 2021年至今公司PE估值水平



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

注：2025/2026年PE按照当年盈利预测值测算。

四、风险提示

（一）金价波动的不确定性

美联储根据其核心关注的就业和通胀数据进行相机抉择，其就业和通胀水平的变化具有不确定性，进而影响美联储货币政策走向，在“黄金-美元指数-实际利率”的研究体系下，存在金价波动风险；此外，避险需求、供需属性也会对金价带来影响。

（二）成本变动的风险

天气等不可控因素的变化，以及根据当年实际情况设计的矿区开采计划，可能会带来公司金矿的成本变化。

（三）汇率波动的不确定性

以美元定价的黄金传导至国内时，价格受人民币汇率影响，汇率的波动将会对公司盈利带来不确定性。

（四）并购业务不及预期的风险

公司按战略并购优质资产，以实现全球资源布局的战略目标，若并购后工作不及预期，或影响未来业绩释放。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	2,965	3,009	3,584	4,681	5,201
现金及现金等价物	257	280	493	585	683
应收账款及票据	237	193	270	420	456
存货	1,591	1,633	1,860	2,697	3,065
其他	880	902	962	979	997
非流动资产合计	3,872	4,206	5,006	7,554	8,377
固定资产净值	2,383	2,709	3,289	3,892	4,517
长期投资	5	44	44	1,779	1,779
商誉及无形资产	1,024	1,111	1,331	1,541	1,739
其他	459	342	342	342	342
资产总额	6,836	7,215	8,590	12,234	13,577
流动负债合计	3,706	3,025	3,281	3,389	2,176
短期借款	2,725	2,082	2,402	2,496	1,347
应付账款及票据	441	465	401	415	350
其他	540	479	479	479	479
非流动负债合计	693	1,032	934	1,969	1,769
长期借款	128	563	465	1,500	1,300
其他非流动负债	565	469	469	469	469
总负债	4,400	4,057	4,215	5,358	3,944
普通股股本	237	249	249	249	249
储备	2,482	3,199	4,339	6,817	9,549
其他	-57	-62	0	0	0
归母权益总额	2,662	3,386	4,588	7,066	9,798
少数股东权益	-226	-228	-212	-190	-165
股东权益合计	2,437	3,158	4,375	6,876	9,633
负债及股东权益合计	6,836	7,215	8,590	12,234	13,577

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	10,534	11,867	12,963	20,149	21,888
营业成本	9,564	10,405	10,299	14,938	15,762
毛利	970	1,462	2,664	5,211	6,126
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	9	8	16	24	26
行政管理费用	0	0	0	0	0
研发费用	0	14	16	40	44
其他营业费用合计	364	418	462	555	665
营业利润	596	1,022	2,171	4,592	5,390
利息收入	0	0	5	8	10
利息支出	161	135	129	164	163
权益性投资损益	-3	0	0	0	0
其他非经营性损益	-15	25	0	0	0
除税前利润	418	912	2,047	4,436	5,237
所得税	124	213	512	1,109	1,309
合并净利润	294	699	1,535	3,327	3,927
少数股东损益	-24	1	15	23	25
归母净利润	318	698	1,520	3,305	3,902

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	501	851	1,718	3,018	4,162
合并净利润	294	699	1,535	3,327	3,927
折旧与摊销	276	353	480	516	558
营运资本变动	-348	-386	-427	-990	-486
其他非经营性调整	255	185	129	164	163
投资活动现金流净额	-437	-624	-1,280	-3,064	-1,380
处置固定资产收益	4	3	0	0	0
资本性支出	-445	-616	-1,280	-1,329	-1,380
投资资产支出	-3	-34	0	-1,735	0
其他	8	23	0	0	0
融资活动现金流净额	19	-206	-225	138	-2,683
长期债权融资	-841	-215	-98	1,035	-200
股权融资	250	111	0	0	0
支付股利	0	-81	-380	-826	-1,171
其他	610	-22	253	-71	-1,313
现金净增加额	84	23	213	92	98
期初现金余额	173	257	280	493	585
期末现金余额	257	280	493	585	683

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	4.0%	12.7%	9.2%	55.4%	8.6%
营业利润增长率	32.8%	71.4%	112.4%	111.5%	17.4%
归母净利润增长率	32.4%	119.4%	117.8%	117.4%	18.1%
获利能力					
毛利率	9.2%	12.3%	20.6%	25.9%	28.0%
净利率	2.8%	5.9%	11.8%	16.5%	17.9%
ROE	11.9%	20.6%	33.1%	46.8%	39.8%
偿债能力					
资产负债率	64.4%	56.2%	49.1%	43.8%	29.1%
有息负债率	41.7%	36.7%	33.4%	32.7%	19.5%
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.4	2.4
利息保障倍数	3.6	7.7	16.8	28.0	33.0
营运能力					
应收账款周转天数	7.0	6.5	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	54.0	55.8	65.0	65.0	70.0
应付账款周转天数	13.2	15.7	14.0	10.0	8.0
每股指标					
每股收益	0.27	0.56	1.18	2.57	3.03
每股净资产	2.06	2.54	3.40	5.34	7.48
每股经营现金流	0.42	0.68	1.33	2.34	3.23
估值比率					
PE	5.3	4.6	17.3	7.9	6.7
PB	0.6	1.0	5.7	3.7	2.7
EV/EBITDA	5.0	4.0	10.8	5.8	4.7

广发金属及金属新材料行业研究小组

陈凯丽：首席分析师，硕士，毕业于上海财经大学，26年加入广发证券，曾任职于国金证券、天风证券、中泰证券，4年证券行业研究经验。

宫帅：联席首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。

王乐：资深分析师，复旦大学工商管理硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

陈琪玮：资深分析师，香港城市大学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。