

2026年03月20日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

央企控股，左手金矿右手铜矿

—中金黄金（600489.SH）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

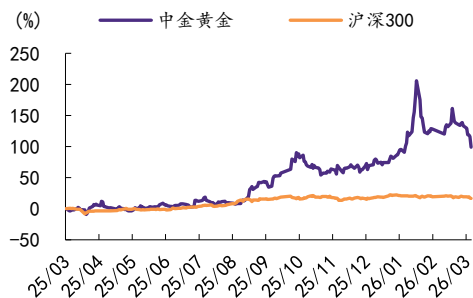
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2026-03-20

当前股价（元）	26.08
总市值（亿元）	1264
总股本（百万股）	4847
流通股本（百万股）	4847
52周价格范围（元）	12.5-41
日均成交额（百万元）	1845.81

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《中金黄金（600489）：业绩稳健增长，新矿建设和集团注入保增长》 2025-09-05
- 《中金黄金（600489）：业绩稳健增长，期待纱岭金矿贡献增长动能》 2025-05-11
- 《中金黄金（600489）：Q2业绩同比增长，期待纱岭金矿贡献增长动能》 2024-09-02

■ 央企控股黄金矿业上市公司

中金黄金是A股黄金矿业唯一央企控股上市公司，控股股东为中国黄金集团，实际控制人为国务院国资委，2000年成立、2003年上市，被誉为“中国黄金第一股”。公司主营金铜等有色资源开发，核心产品为黄金、铜，兼产白银、硫酸，截至2024年底保有金894.55吨、铜228.16万吨、钼59.46万吨。历经多阶段并购整合，公司构建“探采选冶”全产业链，2024年营收破650亿元。产业布局聚焦金铜主业，实现采选冶一体化，拥有28座自有矿山，核心矿山为内蒙古矿业和在建的莱州纱岭金矿，未来纱岭金矿投产有望扭转矿产金产量呈下滑的颓势。

■ 铜金矿业协同发展，纱岭金矿助力成长

中金黄金核心看点聚焦优质产能释放与多金属协同发展，依托金铜钼采选冶一体化布局，成长潜力凸显。

金矿板块，公司现有25座在产黄金矿山，6座年产金超1吨；2023年耗资48.6亿元收购莱州中金股权，间接持股纱岭金矿44%。该矿为国家深地开采重点项目，金资源量超372吨，总投资44.93亿元，目前建设进度近7成，达产后年产金约10吨，有望彻底扭转公司矿产金产量下滑颓势，打造全新增长极。

铜钼业务板块，内蒙古矿业、湖北三鑫构成双核心支撑：内蒙古矿业手握大型铜钼矿，2024年产铜6.32万吨、钼6100吨，2025年上半年净利润近13亿，盈利稳增；湖北三鑫金铜产能稳健，2025年上半年净利润同比大增44.65%。

■ 铜金冶炼为盈利重要支撑

冶炼业务是中金黄金核心利润板块之一，2024年公司冶炼金产量37.95吨、电解铜产量39.69万吨，核心依托全资子公司中原冶炼厂。该厂历经股权整合，2020年实现全资控股，产能雄厚，具备年处理矿量172万吨，年产冶炼金35吨、电解铜45万吨、硫酸150万吨的能力，还能综合回收11种有价元素。中原冶炼厂盈利具备强劲的韧性，近四年净利润均超5亿元，为公司重要的盈利支撑。

■ 铜金价格有望持续处于景气周期

当前铜金行业持续处于上行周期，两大品种价格中枢均具备

稳步抬升动力。黄金板块由地缘与货币双轮驱动，美联储自2024年9月开启降息周期，叠加美元信用弱化、美国财政赤字高企引发市场担忧，支撑金价走强；需求端表现亮眼，2025年全球黄金需求刷新历史新高，央行购金虽增速放缓但仍处高位，黄金ETF由流出转为大幅净流入，供需格局分化助推金价上行。

铜板块供需缺口持续扩大，全球大型铜矿增产乏力、频发事故拖累供给增速，原生铜产量增长疲软；需求端受益于国内新能源、电网大额投资拉动，海外制造业复苏回暖，预计2026-2028年全球精炼铜缺口逐年扩大，铜价中枢有望逐年上移。

盈利预测

预测公司2025-2027年营业收入分别为826.45、1015.55、1065.55亿元，归母净利润分别为51.80、83.78、100.83亿元，当前股价对应PE分别为24.4、15.1、12.5倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

1) 公司纱岭金矿投产不及预期；2) 金矿及铜矿成本上升幅度超预期；3) 铜冶炼加工费下降超预期；4) 铜需求不及预期；5) 铜价金价大跌等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	65,556	82,645	101,555	106,555
增长率（%）	7.0%	26.1%	22.9%	4.9%
归母净利润（百万元）	3,386	5,180	8,378	10,083
增长率（%）	13.7%	53.0%	61.7%	20.4%
摊薄每股收益（元）	0.70	1.07	1.73	2.08
ROE（%）	10.4%	15.0%	22.1%	24.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 公司介绍.....	5
1.1、 公司简介：央企平台，专注金铜等有色资源开发.....	5
1.2、 公司发展历程：股东注入内部扩能助力矿山发展.....	5
1.3、 公司产业布局：聚焦金铜主业，采选冶一体化.....	6
1.4、 公司财务指标：业绩持续增长，负债逐年降低.....	9
2、 公司看点：大型金矿将投产，金铜钼等金属采选冶一体化发展.....	13
2.1、 金矿业务：纱岭金矿产能释放将重塑中金黄金增长极.....	13
2.2、 铜钼业务：内蒙古矿业和湖北三鑫为核心铜资产.....	16
2.3、 冶炼业务：中原冶炼厂为公司贡献稳定净利润.....	20
3、 铜金行业：持续处于上行周期.....	22
3.1、 黄金：地缘与货币双轮驱动.....	22
3.2、 铜：供应持续偏紧，新兴需求刺激铜价走强.....	25
4、 盈利预测评级.....	31
5、 风险提示.....	32

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	5
图表 2：公司发展历程.....	6
图表 3：2024 年公司自有矿山基本情况.....	7
图表 4：矿产金及冶炼金历年产量.....	8
图表 5：公司历年矿山铜及电解铜产量.....	8
图表 6：2018-2024 年公司自有矿山产金量（单位：千克）.....	8
图表 7：2018-2024 年公司自有矿山产铜量（单位：吨）.....	9
图表 8：公司营收及增速.....	10
图表 9：公司归母净利润及增速.....	10
图表 10：公司分产品营业收入.....	10
图表 11：公司分产品毛利.....	10
图表 12：公司分行业营业收入.....	11
图表 13：公司分行业毛利.....	11
图表 14：公司资产负债率逐年下降.....	11
图表 15：公司经营活动现金流净额逐年增长.....	11
图表 16：公司近几年费用率相对稳定.....	12
图表 17：四项费用率整体处于下行态势.....	12
图表 18：2024 年公司金矿产量分矿山分布.....	13

图表 19: 焦家金矿田地质简图	14
图表 20: 纱岭 328 号勘探线地球化学剖面图	14
图表 21: 纱岭金矿主要矿产储量情况	15
图表 22: 纱岭金矿采矿评估单位成本 (元/吨)	16
图表 23: 乌努格吐山铜钼矿地理位置图	16
图表 24: 内蒙古矿业时间线	17
图表 25: 内蒙古矿业年产量变化	18
图表 26: 内蒙古矿业净利润	18
图表 27: 鸡冠嘴铜金矿床-320m 水平地质示意	19
图表 28: 鸡冠嘴铜金矿床-370m 水平地质示意	19
图表 29: 湖北三鑫矿业金金属年产量变化	19
图表 30: 湖北三鑫矿业铜金属年产量变化	19
图表 31: 湖北三鑫净利润逐年攀升	20
图表 32: 中原冶炼厂净利润及占公司利润比重	21
图表 33: 全球黄金供应结构 (年度)	22
图表 34: 全球黄金供应结构 (季度)	22
图表 35: 全球黄金需求结构 (年度)	23
图表 36: 全球黄金需求结构 (季度)	23
图表 37: 全球央行购金类黄金需求 (季度)	23
图表 38: 全球 ETF 类投资黄金需求 (季度)	23
图表 39: 美联储点阵图	24
图表 40: 美债利率与金价的关系	24
图表 41: 美国财政预算占 GDP 比重	25
图表 42: 黄金价格与美元指数关系	25
图表 43: 全球精炼铜产量及增速	25
图表 44: 全球原生精炼铜产量及增速	25
图表 45: 全球主要铜矿企业季度产量 (单位: 千吨)	26
图表 46: 全球增量项目盘点 (千吨)	27
图表 47: 全球精炼铜产量预测 (万吨)	29
图表 48: 全球电动车相比燃油车额外铜需求测算 (万吨)	30
图表 49: 全球光伏+风电铜需求测算 (万吨)	30
图表 50: 国内铜需求测算 (万吨)	30
图表 51: 全球需求预测 (万吨)	31
图表 52: 全球精炼铜平衡表 (万吨)	31
图表 53: 公司营业收入假设	31

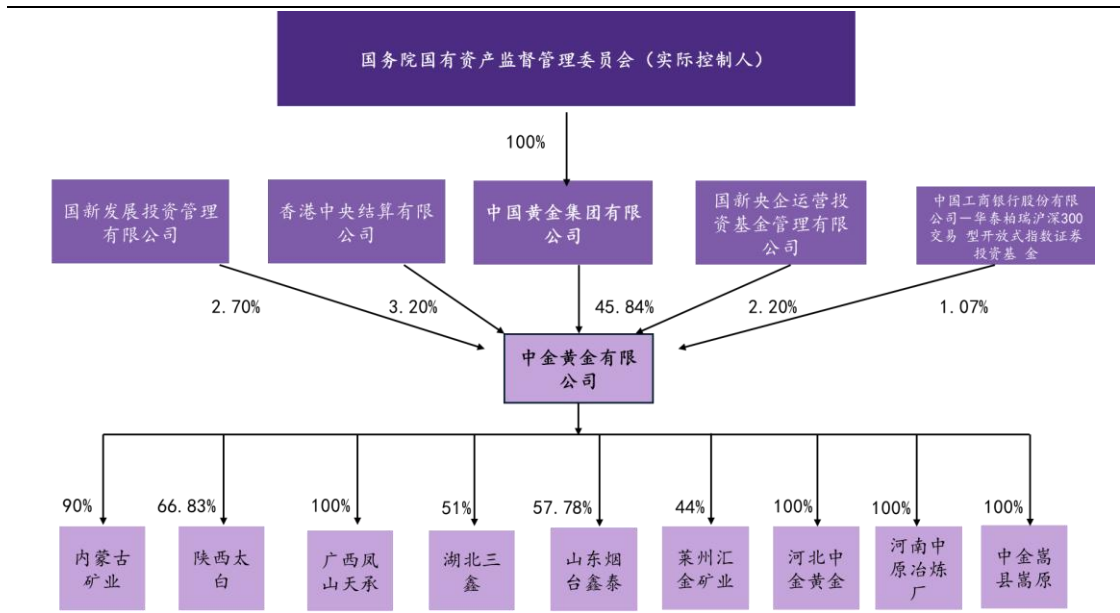
1、公司介绍

1.1、公司简介：央企平台，专注金铜等有色资源开发

中金黄金是国内黄金矿业目前唯一一家央企控股的矿业上市公司，控股股东中国黄金集团持股 45.84%，实际控制人为国务院国资委。公司的经营范围包括：黄金、有色金属的地质勘查、采选、冶炼的投资与管理；黄金生产的副产品加工、销售；黄金生产所需原材料、燃料、设备的仓储、销售；黄金生产技术的研究开发、咨询服务；高纯度黄金制品的生产、加工、批发；进出口业务；商品展销。公司的主要产品是黄金和铜，其他主要产品还包括白银和硫酸。

公司于 2000 年成立，2003 年完成上市，被誉为“中国黄金第一股”，历经多次重大并购，截至 2024 年底，公司保有资源储量金金属量 894.55 吨、铜 228.16 万吨、钼 59.46 万吨，矿权面积 628.44 平方公里。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

1.2、公司发展历程：股东注入内部扩能助力矿山发展

通过 20 多年的发展，公司依托央企背景，通过并购整合内蒙古矿业、中原冶炼厂和莱州中金等核心资产，构建“探采选冶贸”全产业链，跻身国内黄金企业第一梯队。凭借技术创新（截止至 2024 年年报，新申请专利 157 项）与数字化转型，形成“黄金避险+铜周期弹性”双轮驱动，2024 年营收破 650 亿元，成为资源与产能双优的行业标杆。

公司早期（2000-2003 年）中金黄金由中国黄金集团发起设立。由中国黄金总公司作为主发起人，联合其他 6 家发起人，在 2000 年设立的股份公司。主发起人中国黄金总公司将其所属的陕西东桐峪金矿、河北峪耳崖金矿、河南中原黄金冶炼厂的经营性资产、负债和拥有的山西大同黄金矿业有限责任公司 40% 的股权以及部分现金投入到公司。

2003年作为“中国黄金第一股”登陆上交所，初期聚焦黄金采选业务。

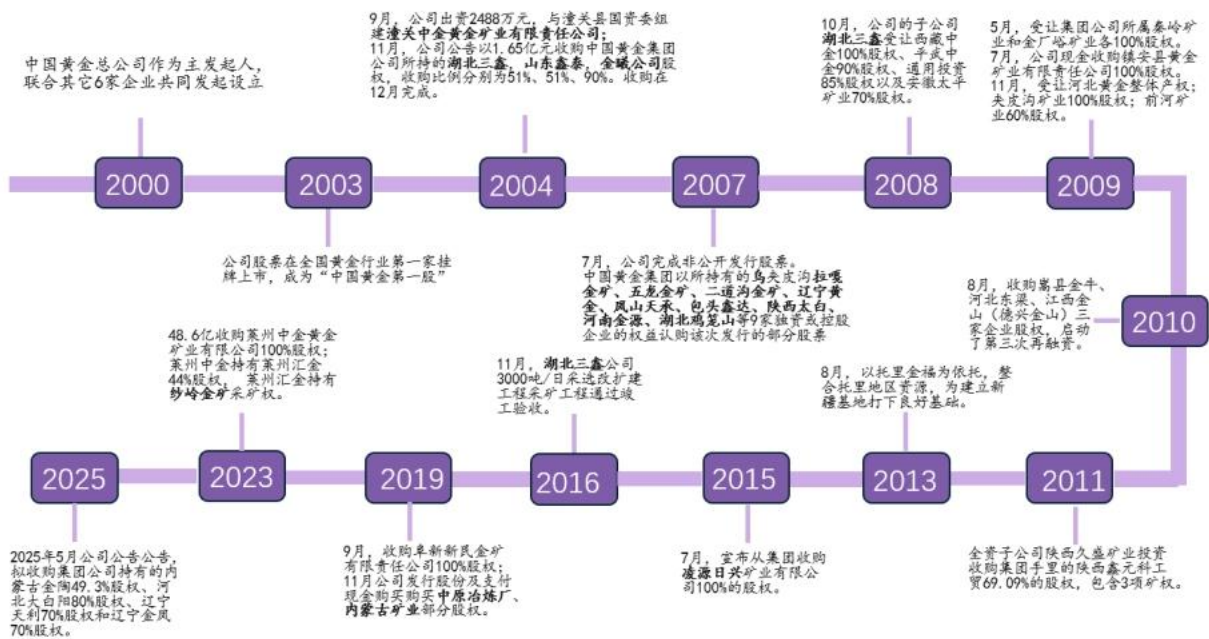
持续收购矿山和冶炼厂等资产（2004-2015年）：公司不断通过利用资金或股份收购多个外部矿山，同时有效省内部矿山。截止至2015年底，公司保有资源储量金金属量561.49万吨，铜金属量43.58万吨，拥有矿权126个，矿权面积达到748.93平方公里。

大型矿山及冶炼厂纳入公司体内（2016-2025年）：2016年公司完成湖北三鑫3000吨/日采选改扩建工程。

2019年，公司向中国黄金发行股份及支付现金购买其持有的内蒙古矿业90.00%股权；向国新资产、国新央企基金、中鑫基金、东富国创和农银投资发行股份购买其持有的中原冶炼厂60.98%股权，收购完成后，中原冶炼厂成为公司的全资子公司。2023年，公司使用48.6亿收购莱州中金100%股权，间接获得纱岭金矿44%股权。

2025年5月公司公告，拟收购集团公司持有的内蒙古金陶49.3%股权、河北大白阳80%股权、辽宁天利70%股权和辽宁金凤70%股权。内蒙古金陶、河北大白阳和辽宁金凤于2024年生产矿产金约1.9吨。

图表 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.3、公司产业布局：聚焦金铜主业，采选冶一体化

公司主要业务主要是黄金和有色金属矿的采选与冶炼。资源端立足国内重点成矿区带，矿产资源丰富，资源储备体系完备，具有较强的资源优势。公司大力推进“资源生命线”战略，实现优质资源占有新突破。公司控股股东承诺的优质资产注入、公司通过市场并购黄金资源、现有矿区深部及周边的探矿增储和国内的矿权整合工作，形成多金属协同开发格局，为公司可持续发展提供资源保障。冶炼方面，公司依托控股股东黄金集团的黄金研究院和黄金设计院，研发了生产高纯度黄金先进技术与装备和适应范围更广的专有火法冶

炼脱砷技术。而主力冶炼厂中原冶炼厂，用我国自主研发的具有世界先进水平的“富氧底吹造统捕金”技术，拥有世界最大的底吹熔炼炉，国内最大的制酸装置，具有原料适应能力强、金属回收率高、能耗低、自动化及装备水平高等突出特点。

截至 2024 年底，公司保有资源量金金属量 894.55 吨，铜金属量 228.16 万吨，钼金属量 59.46 万吨，矿权面积达到 628.44 平方千米。公司探矿增储持续投入，2024 年新增金金属量 30.3 吨，2025 年计划新增 33.5 吨；2024 年新增铜资源量 11.48 万吨，2025 年计划再增 12 万吨。

中金黄金旗下自有矿山 28 座，主要矿山有内蒙古矿业和莱州纱岭金矿。内蒙古矿业铜资源储量丰富，截至 2024 年底保有铜资源量 193.4 万吨、钼金属量 59.46 万吨，年产量达 6.32 万吨，产钼 6100 吨。山东莱州汇金纱岭金矿平均品位 2.77g/t，黄金资源量为 372.1 吨。目前矿山还处于建设中，完全达产后年产量约 10 吨。截至 2025 年半年报纱岭金矿建设累计投入 30.77 亿元，占项目总金额的 68.48%。

图表 3：2024 年公司自有矿山基本情况

矿山	主要品种	资源量 (千克)	储量 (千克)	品位 (克/吨)	年产量 (千克)
中国黄金集团夹皮沟矿业	金	8838	1576	8.45	707.97
辽宁排山楼黄金矿业	金	24945	12820	1.76	1833.21
辽宁二道沟黄金矿业	金	5490	2070	6.10	670.5
苏尼特金矿黄金矿业有限责任公司	金	36446	14996	3.64	940.55
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	金	24870	5656	2.41	557.95
中国黄金集团石湖矿业有限公司	金	9184	3849	4.28	512.34
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	金	16004	4512	2.96	602.87
河北金厂峪矿业有限责任公司	金	16807	5627	2.32	279.37
河北东梁黄金矿业有限责任公司	金	4621	816	0.75	298.71
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	金	14023	3009	3.67	705.13
河南金源黄金矿业有限责任公司	金	51404	8214	1.55	1214.78
嵩县金牛有限责任公司	金	63654	13563	1.49	1178.09
嵩县前河矿业有限责任公司	金	6203	1712	2.67	425
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	金	4640	793	4.28	886.95
河南金梁黄金股份有限公司	金	6696	1953	5.49	505.12
陕西太白黄金矿业有限责任公司	金	27945	3119	1.38	930.14
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	金	13848	6331	2.23	317.67
陕西鑫元科工贸股份有限公司	金	5594	218	11.35	581.63
甘肃省天水李子金矿有限公司	金	5338	3863	5.84	1042.33
湖北三鑫铜股份有限公司	金 铜	34260 305298000	11070 109157000	1.98 1.77%	1644.27 16016000
湖北鸡冠山黄金矿业有限公司	金 铜	1062 9420000	909 7842000	0.85 0.72%	88.54 1029000
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	金	34160	8407	2.58	1349.01
凌源日兴矿业有限公司	金	9427	3094	3.63	462.94
陕西久盛矿业投资管理有限公司	金	43897		3.59	62.52
安徽太平矿业有限公司	金 铜 铁	81203 32433000 26813876000	563 3496000 9609424000	0.86 0.63% 46.65%	161.72 702000 364647000
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	铜 铜	594596000 1934471000	44684000 290188000	0.03% 0.14%	6100000 63200000
中国黄金集团西和矿业有限公司	金	4192		2.54	
莱州汇金矿业投资有限公司	金	372060		2.77	

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

最近 5 年公司矿山金产量呈现缓慢下降趋势，未来纱岭金矿投产或扭转矿产金颓势。从公司上市以来的历史来看，由于不断并购矿山，公司的矿产金产量从 2008 年开始呈现逐年上升趋势，在 2016 年达到了 27.47 吨的历史巅峰。随后整体呈现下降的趋势，在 2024 年年度矿产金下降到了 18.35 吨的位置。目前公司参股 44% 的纱岭金矿正在建设中，相信随着纱岭金矿投产，公司将有效扭转矿产金产量下降的颓势。

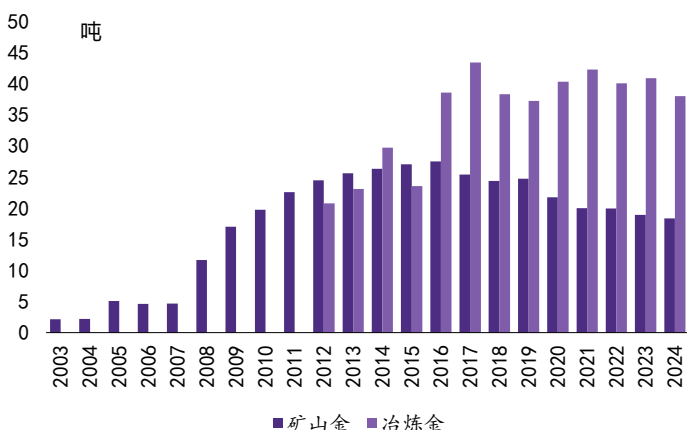
公司年产 1 吨以上的中型金矿多数呈现年产量下滑的趋势。自 2018 年年报披露分矿山产金量以来，公司历史上有 11 座矿山历史上或者目前年产量在 1 吨以上。主要包括辽宁排

山楼，苏尼特金曦，包头鑫达，河北金厂峪，河南金源，嵩县金牛，陕西太白，天水李子，湖北三鑫，江西金山和石湖矿业。从趋势上来看，仅有河南金源，嵩县金牛，天水李子和湖北三鑫这四座金矿没有呈现较为明显年产量下降趋势。

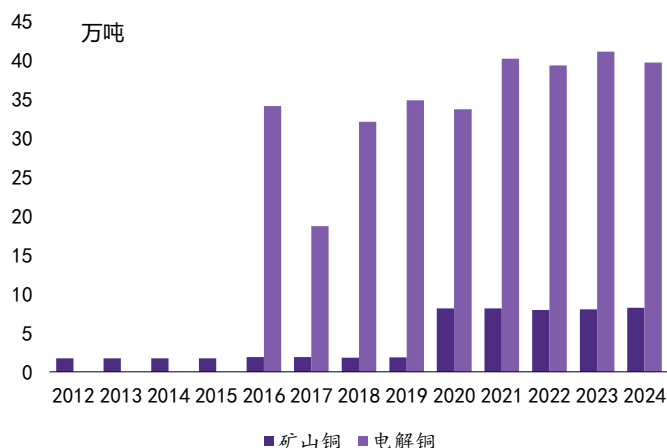
随着内蒙古矿业的收购，公司矿山铜产量从 2020 年开始大幅上升至每年约 8 万吨的水平。在 2020 年以前，公司矿山铜产量保持在 1.7-1.9 万吨之间，主要依靠湖北三鑫和湖北鸡笼山两座铜金矿贡献矿山铜的产量。2019 年 11 月，公司公告收购内蒙古矿业，2020 年 3 月内蒙古矿业完成股权变更登记至公司名下，从 2020 年至 2024 年，内蒙古矿业的年产铜量保持在 6.2-6.5 万吨之间。

冶炼方面，以金铜冶炼为主，近几年产量相对稳定。公司的黄金冶炼主要在嵩县嵩原冶炼、潼关中金冶炼、辽宁新都黄金，同时河南中原冶炼厂在冶炼铜的同时，也会冶炼金。从 2016 年开始，公司的冶炼金产量每年稳定在 40 吨左右。而铜冶炼主要集中在河南中原冶炼厂，2021 年开始，公司每年冶炼金产量保持在 40 万吨上下。中原冶炼厂从 2013 年开始实施搬迁改造，2015 年 6 月一期建成投产。随后公司对中原冶炼厂进行了二期改造项目，2018 年 1 月才试车投产，因此 2017 年电解铜产量有较大幅度下滑。2018 年开始，中原冶炼厂进行了产品结构调整，提高铜精粉投料比例，因此电解铜产量开始回升。

图表 4：矿产金及冶炼金历年产量



图表 5：公司历年矿山铜及电解铜产量



资料来源：公司各年年报，华鑫证券研究（注2012年以前的冶炼金数据并未完全披露，不代表没有产量）

资料来源：公司各年年报，华鑫证券（注2016年以前的电解铜数据以及2012年以前的矿山铜数据并未完全披露，不代表没有产量）

图表 6：2018-2024 年公司自有矿山产金量（单位：千克）

	贵成沟	辽宁棒山楼	辽宁二道沟	苏尼特金矿	包头鑫达	河北略耳崖	河北金厂峪	河北东梁	烟台鑫泰	河南金源	嵩县金牛	嵩县南河	河南泰岭	河南金梁	陕西太白
2018	880.62	2727.77	905.08	1123.22	1556.63	763.15	1203.7	571.41	804.45	1653.21	1750.78	495.83	278.07	715.42	1579.47
2019	886.43	3080.15	848.62	1154.04	2162.21	739.87	1130.79	512.95	801.22	1395.89	1605	510.78	428.36	201.22	1130.35
2020	915.988	2350.211	840.511	1172.621	1570.705	791.233	1130.301	571.298	770.17	1355.27	1102.692	480.3	146.289	183.1	1188.239
2021	872.14	1718.87	683.04	1134.83	1577.36	756.46	950.51	503.28	319.93	1193.17	1068.39	360.15	148.41	402.38	1203.52
2022	780.83	1962.56	759.25	1024.77	1501.17	536.41	309.08	511.04	470.4	1173.79	1235.01	430.01	569.66	466.79	1210.23
2023	760.66	1603.23	750.18	920.63	1252.08	495.35	309.76	307.5	630.15	1205.13	1136.65	401.01	898.21	491.4	1107.6
2024	707.97	1833.21	670.5	940.56	557.95	602.87	279.37	298.71	705.13	1214.78	1178.09	425	886.95	502.12	930.14
	潼关中金贵	陕西鑫元科工贸	天水李子	湖北三鑫	鸡笼山	江西金山	托里县金矿	凌源日兴	黑龙江乌拉嘎	石湖矿业	新疆金滩	陕西略阳铸厂	甘肃中金贵	安徽太平	陕西久益
2018	520.22	511.21	824.9	1649.54	221.86	1555.5	301.32	582.39	104.16	1079.73					
2019	574.88	652.28	845.35	1551.01	177.31	1611.06	86.21	588.08	602.11	606.95	337.3	105.62	289.9		
2020	330.468	363.183	845.429	1467.098	145.675	1820.554		583.787	140.178	571.102		182.228	320.364	65.35	
2021	184.52	520.3	784.19	1512.42	150.86	1830.26		574.59	151.2	546.35		195.2	320.03	66.65	
2022	105.43	551.15	1101.61	1516.91	125.5	1832.72		551.4		311.6		141	320.02	70.84	
2023		390.82	903.39	1573.1	97.28	1800.74		526.1		402.43		93.42	300.18	100.74	
2024		581.63	1042.33	1644.27	88.54	1349.01		462.94		512.34			317.67	161.72	62.52

资料来源：公司各年年报，华鑫证券研究

图表 7：2018-2024 年公司自有矿山产铜量（单位：吨）

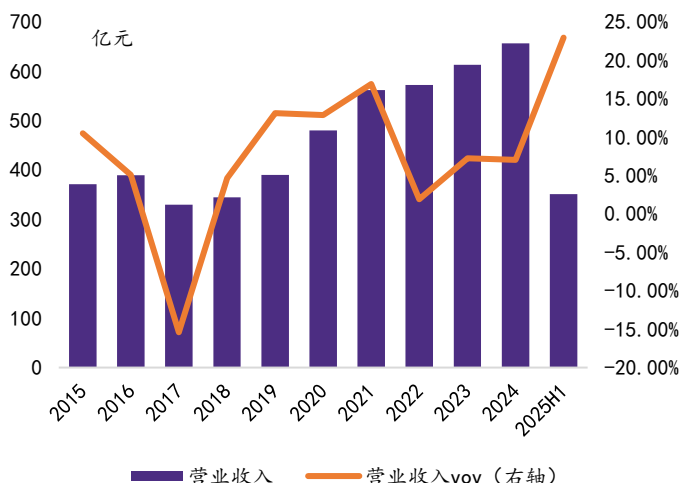
	湖北三鑫	湖北鸡笼山	安徽太平	新疆金滩	内蒙古矿业
2018	14166.75	2096.46			
2019	14166.75	2096.46	331.36	399.79	
2020	13296.38	1500.013	284.27		65006
2021	13511	1500	267		65008
2022	14808	1200			62006
2023	15537	1017	430		62000
2024	16016	1029	702		63200

资料来源：公司各年年报，华鑫证券研究

1.4、公司财务指标：业绩持续增长，负债逐年降低

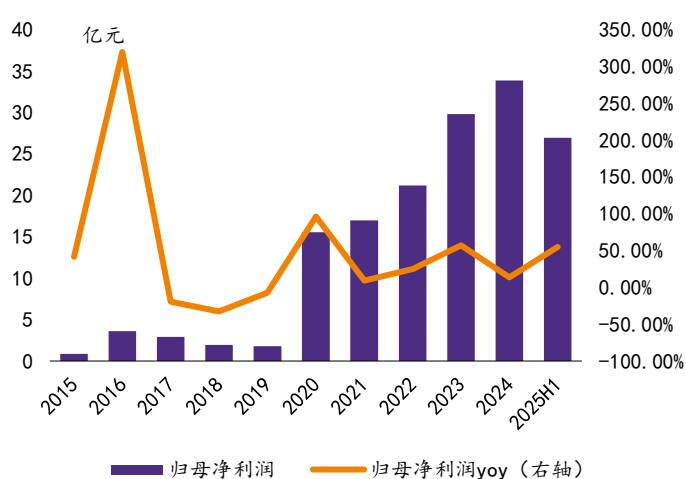
受益于黄金价格近几年大幅走高，且铜价保持逐年上升态势，公司总营收从 2018 年开始每年都保持增长，且净利润自 2020 年开始连续 5 年增长。其中 2019-2024 年公司营收 5 年复合增速为 10.97%，2024 年达到了 655.56 亿元。2025 年上半年公司营收达到 350.67 亿元，同比+22.90%。净利润方面，2019-2024 年公司 5 年复合增速为 80.04%，2024 年达到了 33.86 亿元。2025 年公司净利润继续保持高增长，上半年公司归母净利润达到 26.95 亿元，同比+54.64%。

图表 8：公司营收及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

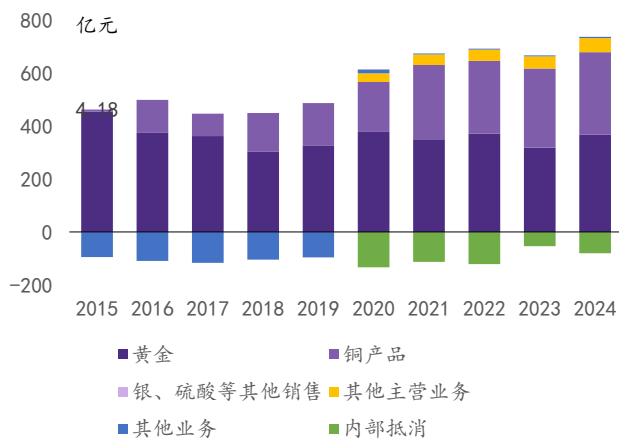
图表 9：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华鑫证券

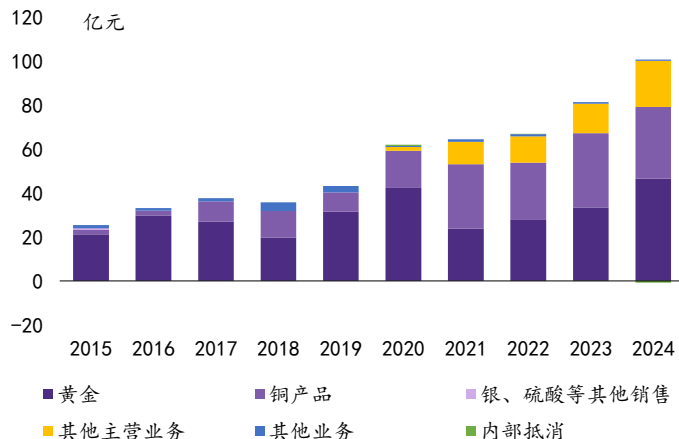
黄金和铜贡献主要毛利，铜业务占比逐步上升。得益于行业环境的有利变化，金铜金属价格上涨，公司整体主营收入和毛利整体呈现增长态势，业务多元化趋势明显。2024 年公司黄金产品营业收入为 367.72 亿元，毛利 46.62 亿元，占公司总毛利的 46.64%。公司铜产品发展态势良好，自 2020 年收购内蒙古矿业后公司毛利中铜产品占比持续提高。2019 年，铜产品毛利 8.83 亿元，占公司总毛利的 20.46%，到了 2024 年，铜业务毛利达到了 32.64 亿元，占公司总毛利比重提升至了 32.65%。

图表 10：公司分产品营业收入



资料来源：Wind，华鑫证券研究

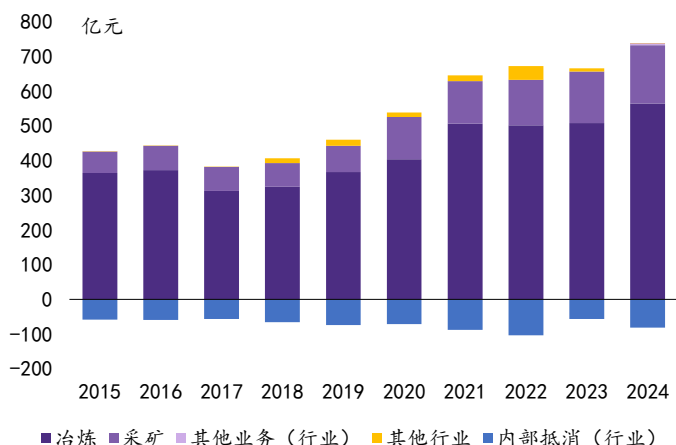
图表 11：公司分产品毛利



资料来源：Wind，华鑫证券研究

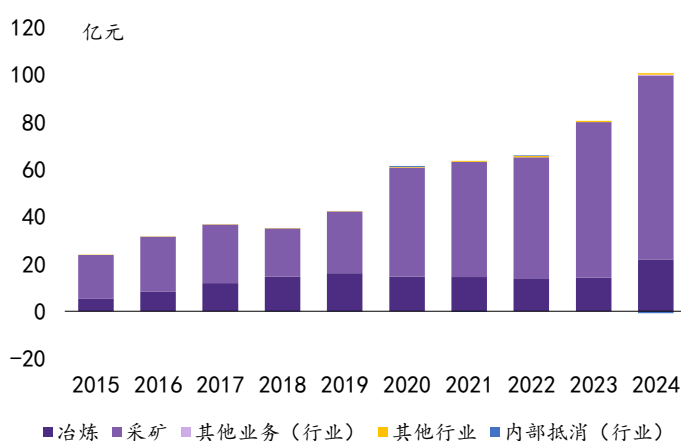
按行业划分，公司营业收入主要来源为冶炼业务，毛利主要来源为采矿业务。2024 年公司冶炼业务营业收入 564.25 亿元，不考虑抵消部分，占全年营业收入的 76.61%，贡献主要营收。其次为采矿行业，2024 年营收为 167.48 亿元，不考虑抵消部分，占全年营业收入的 22.74%。毛利方面，采矿业务占比最高，且在 2018-2024 年间保持持续增长态势。2018 年公司毛利构成中，采矿行业毛利为 20.48 亿元，占总毛利的 58.25%（不考虑抵消部分）。而到了 2024 年，采矿行业毛利达到了 77.67 亿元，占公司总毛利比重提升到了 77.08%（不考虑抵消部分）。

图表 12: 公司分行业营业收入



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

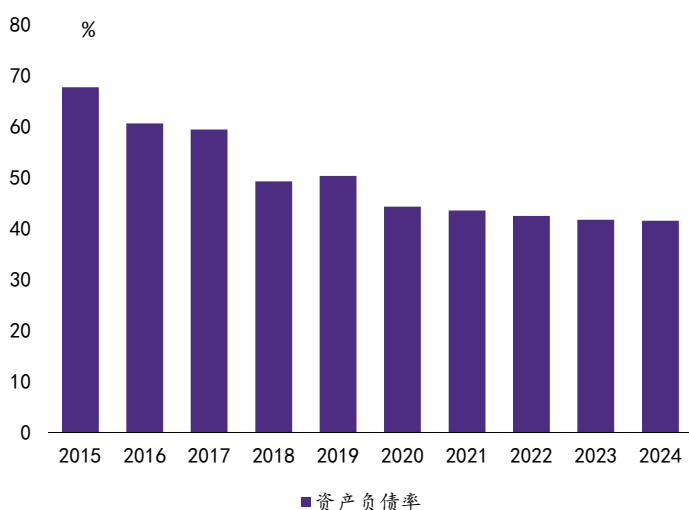
图表 13: 公司分行业毛利



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

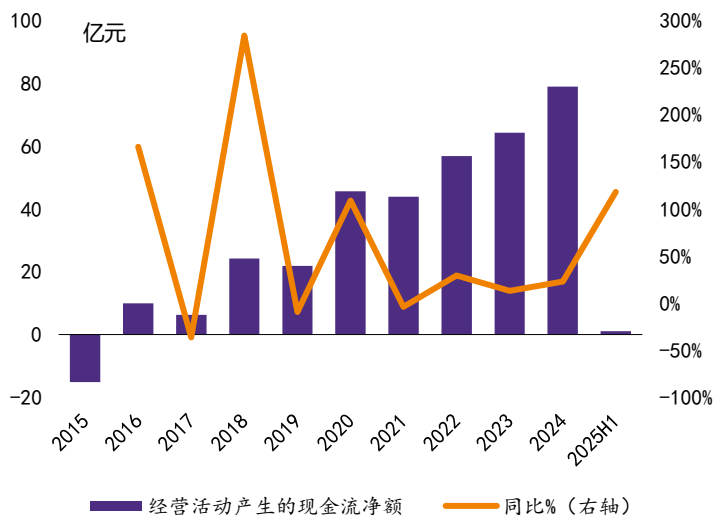
公司资产负债率持续优化, 经营活动现金流逐年增长。公司通过盈利积累和债务管控, 截止至 2024 年负债率降至 41.46% 的低位, 负债水平健康。经营活动现金流净额自 2020 年开始大幅上升, 2024 年经营活动现金流净额达到 78.90 亿元, 同比增加 22.84%。2025Q1 公司的经营活动现金流净额为-19.6 亿元, 同比-282.10%。Q1 下滑主要是因为购买商品、接受劳务支付的现金同比提升。到了 2025 年中报, 公司上半年经营活动现金流净额整体来到了 1.02 亿元, 说明 Q2 的经营活动现金流净额得到了较好的回补。

图表 14: 公司资产负债率逐年下降



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 15: 公司经营活动现金流净额逐年增长



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司营业成本规模增长, 期间费用结构不断优化, 管控效率提高。2020-2024 年受原材料材料上涨、产能扩张影响, 营业成本从 2020 年 417.99 亿元增长至 2024 年 555.59 亿元, 复合增长率 7.37%。

公司费用管控能力强, 各项费用率逐年下降。

销售费用骤降后趋稳, 从 2020 年的 2.23 亿元骤降至 2021 年的 0.79 亿元后, 维持

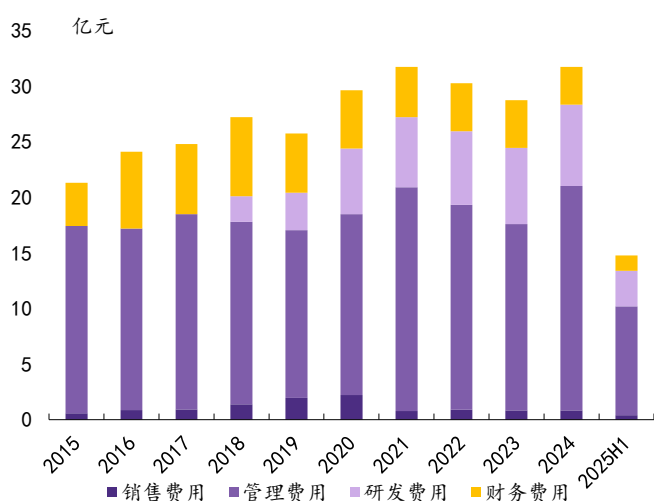
0.80-0.9 亿元区间。销售费用从 2020 年到 2021 年出现骤降，主要是因为主要是根据新准则规定将运输费用调整到营业成本。销售费用率低且逐年下降，2020 年费率为 0.46%，到 2025H1，销售费用率已经降至 0.11%。

管理费用规模 2024 年有所回升，但是管理费用率整体下滑。2022、2023 年公司管理费用金额连续两年下降，最低降至 2023 年的 16.76 亿元。但是 2024 年受职工薪酬调整及环保合规投入加大影响，管理费用上升至 20.16 亿元。从管理费用率角度来看，2017 年管理费用率达到了近十年的高点 5.33%，随后整体下降，到 2025 年半年报已经降至 2.79%。

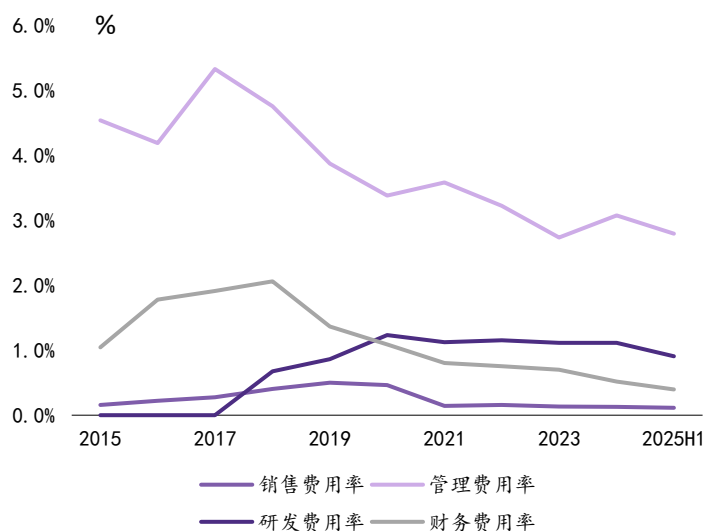
财务费用金额与费率稳步下降。财务费用金额连续 6 年下降，从 2018 年的 7.10 亿元，降至 2024 年 3.40 亿元。费率从 2018 年的 2.06% 降至 2025 年半年报的 0.40%。

研发费用规模稳步增长，费率小幅回落，研发投入具有持续性。研发费用在 2024 年达到了 7.3 亿元的高位，但是费率整体下行，2025 年半年报，研发费用率降到了 0.91%。

图表 16: 公司近几年费用率相对稳定



图表 17: 四项费用率整体处于下行态势



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

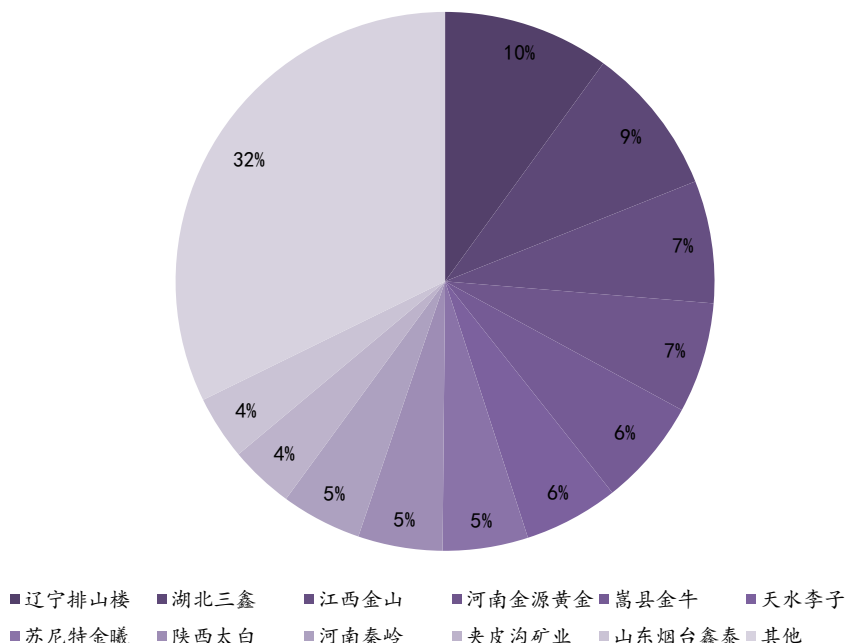
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2、 公司看点：大型金矿将投产，金铜钼等金属采选冶一体化发展

2.1、 金矿业务：纱岭金矿产能释放将重塑中金黄金增长极

截至 2024 年，中金黄金贡献产量的黄金矿山有 25 座，其中 6 座年产量在 1 吨以上。分别为辽宁排山楼矿业、湖北三鑫矿业、江西金山矿业、河南金源矿业、嵩县金牛矿业和天水李子金矿。

图表 18：2024 年公司金矿产量分矿山分布



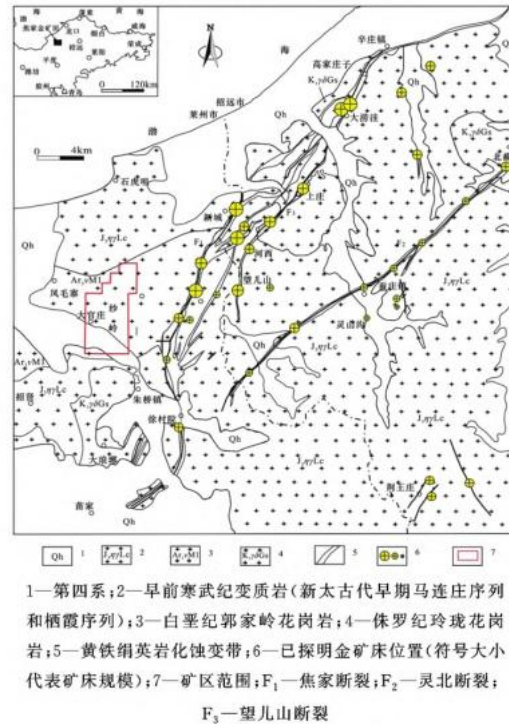
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2023 年公司以 48.60 亿元人民币收购黄金集团持有的莱州中金 100%股权和黄金集团对莱州中金的债权。莱州中金持有莱州汇金矿业投资有限公司 44%股权，莱州汇金持有纱岭金矿采矿权。

纱岭矿区位于莱州市北东部，距离莱州市区直线距离约 27km，行政区划分属莱州市金城镇与朱桥镇，北起南吕北西、南至后陈北。探矿权范围南北长约 4km，东西宽约 1.8km。

纱岭金矿位于焦家断裂带的中段西部，地表距焦家断裂带约 1.5-4.0km。矿区内地表均被第四纪松散沉积物覆盖，覆盖层厚 0.5~40m，一般 3~8m。矿区深部以焦家断裂带主裂面为界，上部主要为马连庄序列之栾家寨岩体，下部为各含矿蚀变岩带及玲珑序列之崔召单元。

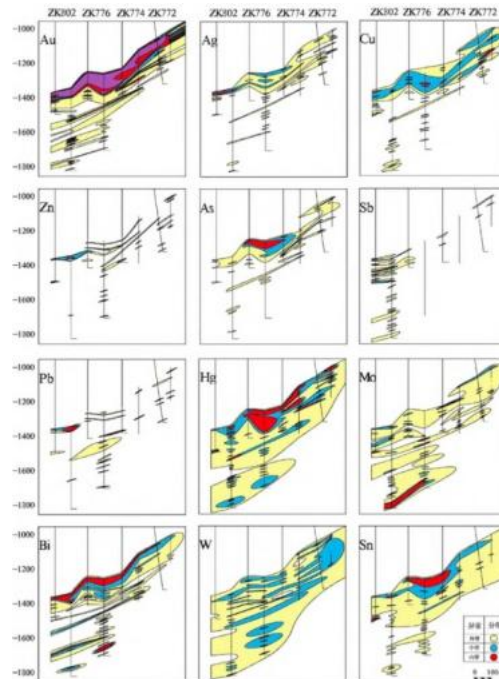
图表 19：焦家金矿田地质简图



资料来源：《胶东纱岭金矿床构造叠加晕特征及深部找矿预测》，华鑫证券研究

矿体主要赋存于构造蚀变岩带中，受断裂构造控制明显。矿体形态复杂，多呈脉状、透镜状和不规则状产出。矿体走向与断裂带走向基本一致，倾角较缓，一般在 12°~40° 之间。矿体规模不等，长度从几十米到上千米不等，厚度从几十厘米到几十米不等。矿石类型以蚀变岩型为主，主要载金矿物为黄铁矿。金矿物形态以角粒状为主，片状、麦粒状、长角粒状次之。金矿物粒度以细粒金为主，微粒金及中粒金次之。

图表 20：纱岭 328 号勘探线地球化学剖面图



资料来源：《胶东纱岭金矿床构造叠加晕特征及深部找矿预测》，华鑫证券研究

根据北京海地人矿业权评估事务所在 2021 年 7 月 25 日发布的《纱岭金矿探矿权评估报告》中显示，截止评估日 2017 年 6 月 30 日。矿区范围内查明资源储量中，主矿产（探明+控制+推断）矿石量 8997.08 万吨，金金属量 309.06 吨，平均品位 3.44 克/吨。伴生矿中，银矿矿石量 8925.68 万吨，银金属量 232.02 吨，平均品位 2.6 克/吨；硫元素矿石量 155.07 万吨，硫元素量 4.22 万吨，平均品位 2.71%，折合标硫 12.10 万吨。另有低品位矿石量 4414.27 万吨，金金属量 63.00 吨，平均品位 1.43 克/吨。

图表 21：纱岭金矿主要矿产储量情况

	矿石量/万吨	金金属量/吨	金平均品位 (克/吨)	银金属量/吨	银平均品位 (克/吨)	硫元素量/万吨	硫平均品位
主矿产	探明	540.83	21.99	4.07			
	控制	2383.15	80.11	3.36			
	推断	6073.1	206.96	3.41			
	合计	8997.08	309.06	3.44			
伴生矿产	推断	8925.68		232.02	2.6		
	推断	155.07				4.22	2.71%
低品位矿产	探明	119.93	1.51	1.3			
	控制	293.6	3.82	1.3			
	推断	4000.73	57.67	1.44			
	合计	4414.26	63	1.43			

资料来源：《纱岭金矿探矿权评估报告》，华鑫证券研究

纱岭金矿为在建矿山，目前可参考的可研报告是，山东黄金集团烟台设计研究工程有限公司在 2020 年 4 月编制的《莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿可行性研究报告》。区内施工有四条科研竖井，为国家“十三五”重点研发计划“深地资源勘查开采”重点专项“深部金属矿建井与提升关键技术”，项目已经获得国家科技部批准。建设内容为主井、副井、通风井、回风井四条竖井及相关石门巷道，购置凿岩、装岩、提升等设备 41 套；项目对深部金属矿产资源深竖井搞笑掘进技术与装备和深竖井大吨位提升与关键技术及装备进行研究，开展相应工程示范。

采矿方式为地下开采。采矿证证载生产规模为 396 万吨/年。采矿分两期建设：首采区（一期）采矿范围为南矿段标高-1400m 以上，设计采矿规模 396 万吨/年，开拓方案为主井+副井+进风井。后期采区（二期）采矿范围为标高-1400 至-2000m，采矿规模为 198 万吨/年，开拓方案为皮带斜井+斜坡道。

选矿工艺采用“半自磨-顽石破碎-球磨-浮选”工艺。磨矿之后的浮选系统为一个系列，采用一粗三精二扫的浮选流程。粗、扫选作业采用 9 台 KYF-100 充气机械搅拌式浮选机，精选作业采用 9 台 16m³浮选机，精选的泡沫产品即为浮选金精矿。精矿采用二段脱水流程，一段浓缩、二段压滤。精矿最终含水 15~20%，调浆后泵送至氰化车间。

纱岭金矿的设计产品为金精矿，精矿品位：首采区含金 51 克/吨，含银 14.92 克/吨，含硫 30.00%；后续采区含金 51 克/吨，含银 19.15 克/吨，含硫 38.00%。

根据北京中宝信资产评估有限公司 2022 年 12 月 10 日出具的《莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿采矿权评估报告》中显示，采选单位原矿总成本首期 334.95 元/吨，后期 359.35 元/吨；单位原矿经营成本首期 287.31 元/吨，后期 292.97 元/吨。采用的折现率为 8.5%。

图表 22: 纱岭金矿采矿评估单位成本 (元/吨)

项目名称	原矿产量 (万吨)	生产成本	材料费	燃料及动力费	职工薪酬	折旧费	修理费	维简费	安全费用
首期单位成本	396	304.43	131.93	48.37	26.84	40.7	16.39		16.89
后期单位成本	297	327.65	133.28	53.93	26.84	58.26	17.53		16.89
项目名称	环境恢复治理及土地复垦费	其他制造费用	管理费用	摊销费	其他管理费	财务费用	总成本	经营成本	
首期单位成本	0.36	22.95	27.09	3.51	23.58	3.43	334.95	287.31	
后期单位成本	0.36	20.56	28.27	4.69	23.58	3.43	359.35	292.97	

资料来源: 北京中宝信资产评估有限公司 2022 年 12 月 10 日出具的《莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿采矿权评估报告》, 华鑫证券研究

项目计划总投资 44.93 亿元, 截至 2025 年半年报纱岭金矿建设累计投入 30.77 亿元, 占项目总金额的 68.48%。目前矿山还处于建设中, 完全达产后年产金约 10 吨。

2.2、铜钼业务: 内蒙古矿业和湖北三鑫为核心铜资产

内蒙古矿业, 支撑公司净利润的重要资产。

2019 年中金黄金发布公告拟向中国黄金集团发行 4.85 亿股股份及支付现金 5.7 亿元购买其持有的内蒙古矿业 90.00% 股权, 股权于 2020 年 3 月完成过户。

内蒙古矿业主要从事有色金属矿采、选和矿产资源投资等业务。主要产品包括铜精粉、钼精粉。内蒙古矿业重点开发乌努格吐山铜钼矿项目, 该项目是中国黄金集团公司实施“以金为主, 多金属开发并举”战略, 加快大基地建设的示范性项目。

图表 23: 乌努格吐山铜钼矿地理位置图



资料来源: 《中国黄金集团内蒙古矿业有限公司乌努格吐山铜钼矿尾矿库加高扩容工程初步设计(代可研)说明书》, 华鑫证券研究

内蒙古矿业旗下矿山为内蒙古自治区新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿，主要开采矿种为铜矿、钼矿，开采方式为露天开采，生产规模为 2475 万吨/年。截止至 2024 年年报，乌努格吐山铜钼矿采矿权到期日期为 2028 年 9 月 5 日。

图表 24：内蒙古矿业时间线

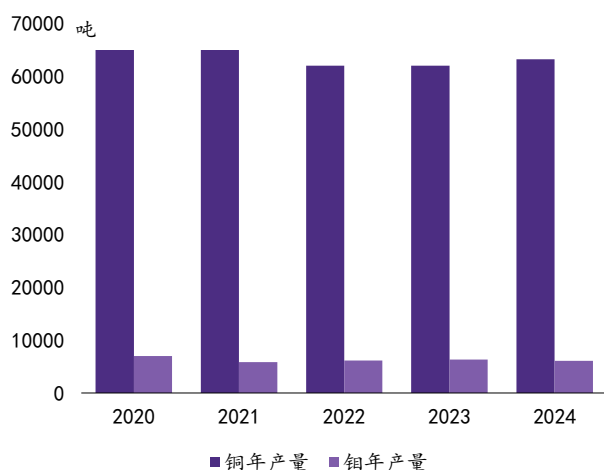
事件类型	时间	事件	备注
股权相关	2005.07	国土资源部对“内蒙古新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿探矿权”公开招标出让	2005 年 7 月 16 日，国土资源部对“内蒙古新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿探矿权”公开招标出让；招标人确定中金地质有限公司、北京予捷矿业投资有限公司联合中标。经评估并备案的探矿权价款为人民币 7,301.75 万元。
	2005.11	前身，内蒙古金予矿业业有限公司成立	中金地质有限公司和北京予捷矿业投资有限公司各出资 500 万元，成立内蒙古金予矿业业有限公司。
	2007.01-2007.10	股权转让、更名	2007 年 1 月，中金地质矿业投资有限公司从北京予捷矿业投资有限公司处受让内蒙古金予矿业业有限公司 40% 股权。 同年 6 月，内蒙古金予矿业业有限公司更名为中国黄金集团内蒙古矿业有限公司。 同年 10 月，中国黄金决定收回其全资子公司中金地质有限公司持有的内蒙古金予矿业业有限公司 90% 股权，由中国黄金直接管理。
	2007.04-2019.01	股东增资	期间，两位股东多次增资，截止到 2019 年 1 月，中国黄金集团有限公司认缴出资 3.6 亿元，持股比例为 90%；北京予捷矿业投资有限公司，认缴出资 0.4 亿元，持股比例为 10%。
矿权相关	2007.08	探矿权取得	内蒙古金予矿业业有限公司于 2007 年 8 月 20 日取得国土资源部颁发内蒙古新巴尔虎右旗乌努格吐山铜多金属矿探矿权；有效期为 2007 年 8 月 20 日至 2009 年 7 月 14 日。
	2008 年	探矿权转采矿权	矿业权人办理了探转采手续；开采矿种为铜矿、钼；开采方式：露天开采；生产规模：900 万吨/年，有效期限自 2008 年 09 月 05 日至 2028 年 09 月 05 日。
	2016 年	采矿权二次变更	采矿权人办理了第二次变更手续，生产规模由 900 万吨/年变更为 2,475 万吨/年，采矿许可证有效期限变更为自 2016 年 06 月 06 日至 2028 年 09 月 05 日。
生产相关	2007-2008 年	一期建设	内蒙矿业一期工程于 2007 年 7 月开工建设，2008 年 12 月完工
	2009 年	投产	2009 年 8 月正式投入生产经营。
	2011-2012 年	二期建设	二期扩建工程于 2011 年 4 月开工建设，2012 年 4 月完工。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

作为内蒙古矿业的**核心矿山**，乌努格吐山铜钼矿**铜资源量近 200 万吨**。截至 2024 年年报，内蒙古矿业铜资源量 193.45 万吨，储量 29.02 万吨，品位 0.14%；钼资源量 59.46 万吨，储量 4.47 万吨，品位 0.03%。自中金黄金收购内蒙古矿业以来，矿山产量整体呈现稳定态势，2024 年，铜产量为 6.32 万吨，钼产量 6100 吨。

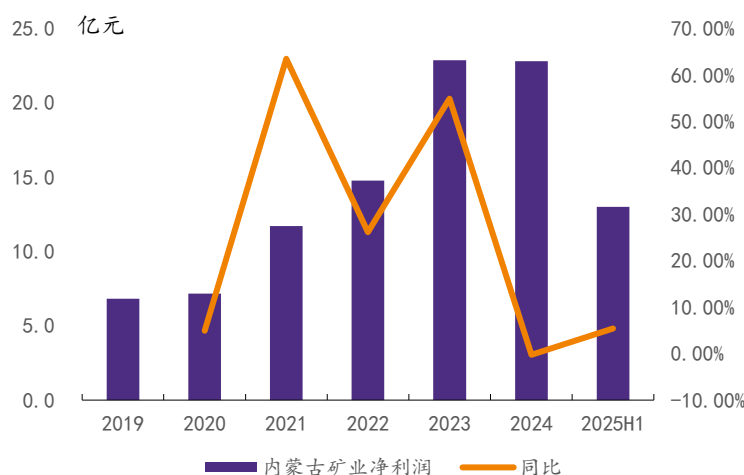
根据公司年报显示，自 2019 年被公司收购以来，内蒙古矿业净利润几乎每年保持增长，2025 年内蒙古矿业净利润上半年达到 12.99 亿元，同比增长 5.38%。

图表 25: 内蒙古矿业年产量变化



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 26: 内蒙古矿业净利润



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

湖北三鑫, 主营金铜矿产, 利润节节攀升。

2024 年 11 月, 公司出资 1.65 亿元, 同时收购中国黄金集团 (控股股东) 旗下的湖北三鑫、山东鑫泰和金曦公司三家公司的股权, 收购比例分别为 51%、51%、90%。

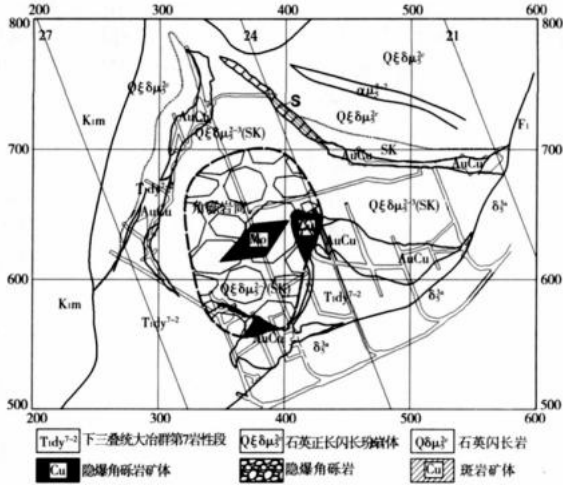
湖北三鑫前身是 1988 年成立的鸡冠嘴金矿, 1999 年中国黄金集团联合另外四家公司在湖北省公司行政管理局注册登记成立湖北三鑫金铜股份有限公司, 其中中国黄金集团持股比例为 51%。

2004 年公司收购湖北三鑫之时, 公司拥有鸡冠嘴和桃花嘴金铜矿床两个。鸡冠嘴矿产一期、二期工程分别于 1992 年和 1997 年投产, 形成了日处理矿石 800 吨的生产规模。1999 年股份公司成立之后, 桃花嘴矿床基建加速。三期工程于 2000 年开工, 2002 年投产。结合一期和二期工程, 总处理能力达到 1800-2000 吨/天。

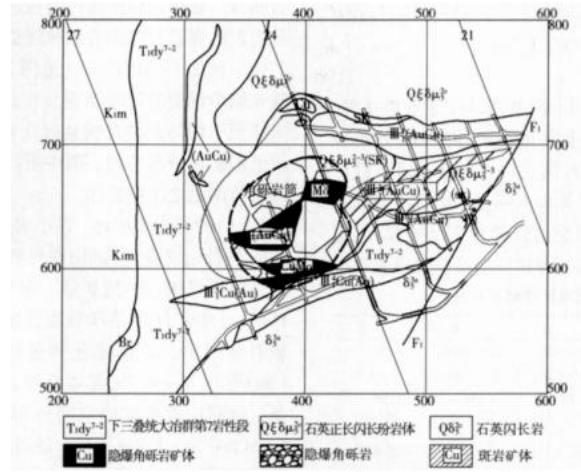
2004 年收购湖北三鑫之时, 矿石储量达到 2093 万吨, 金金属量 50 吨, 铜金属量 36 万吨, 铁矿石量 547 万吨, 硫铁矿石量 181 万吨。2003 年湖北三鑫年处理矿石规模为 64 万吨, 年产矿山金 1086 公斤、矿山铜 10246 吨、矿山硫 1.86 万吨、铁精矿 6.27 万吨、标硫 1.58 万吨。

根据郭纯智、魏全民和叶晖在 2007 年发布的论文《鸡冠嘴矿床隐爆角砾岩和斑岩型矿体的存在及其特征》论文显示, 鸡冠嘴铜金矿床是一个以矽卡岩型为主的铜金多金属硫化物矿床, 同时存在隐爆角砾岩及斑岩型矿体, 矿体赋存标高为 -5m 至 -622m。

图表 27: 鸡冠嘴铜金矿床-320m水平地质示意



图表 28: 鸡冠嘴铜金矿床-370m水平地质示意



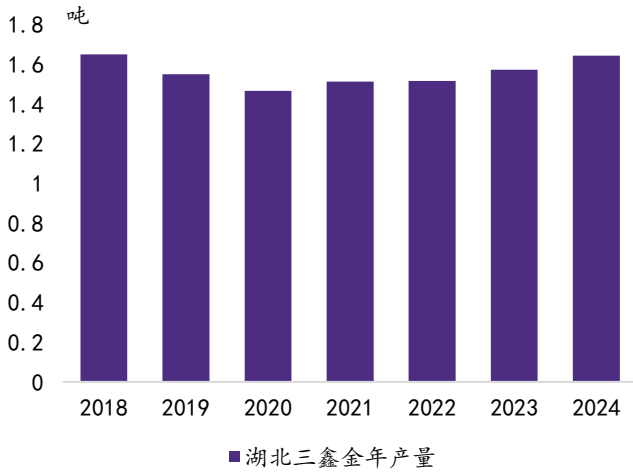
资料来源:《鸡冠嘴矿床隐爆角砾岩和斑岩型矿体的存在及其特征》, 华鑫证券研究

资料来源:《鸡冠嘴矿床隐爆角砾岩和斑岩型矿体的存在及其特征》, 华鑫证券研究

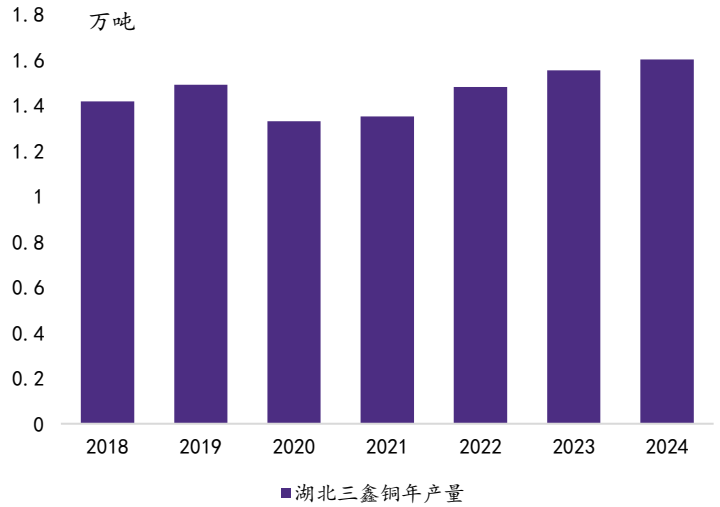
2012 年, 湖北三鑫启动 3000 吨/天采选技改扩建工程, 项目于 2016 年完成验收。

截至 2024 年底, 具备金资源量 34.26 吨, 储量 11.07 吨, 品位 1.98 克/吨。铜资源量 30.53 万吨, 储量 10.91 万吨, 品位 1.77%。产量方面, 自 2018 年公布数据以来, 年产量维持在 1.46-1.65 吨之间, 年产铜量保持在 1.32-1.60 万吨之间。

图表 29: 湖北三鑫矿业金金属年产量变化



图表 30: 湖北三鑫矿业铜金属年产量变化

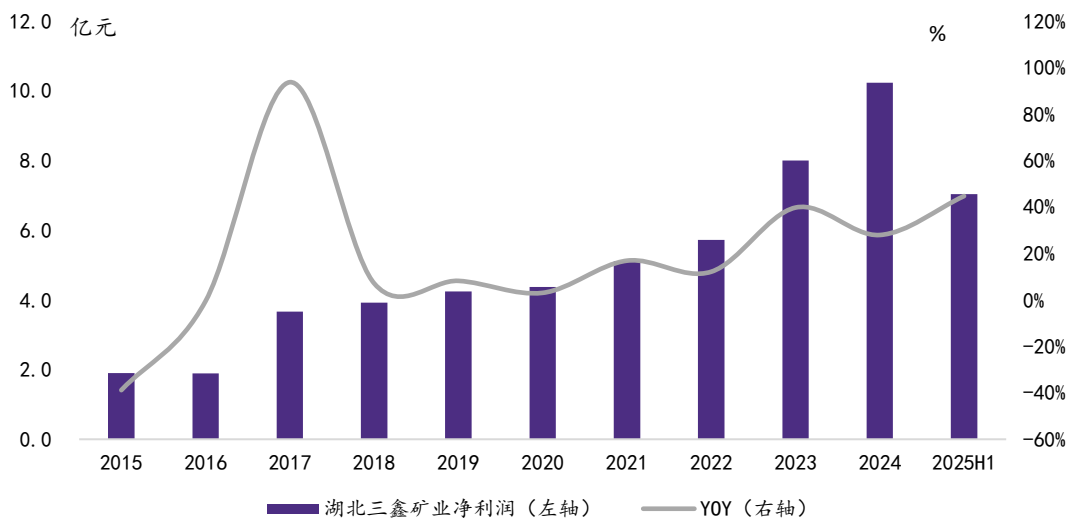


资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

利润角度来看, 湖北三鑫净利润 (100%口径) 逐年攀升, 2024 年实现净利润超 10.22 亿元, 同比增长 27.90%。2025 年上半年净利润为 7.03 亿元, 同比增长 44.65%。

图表 31：湖北三鑫净利润逐年攀升



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2.3、冶炼业务：中原冶炼厂为公司贡献稳定净利润

冶炼业务是中金黄金核心板块之一，主要产品有标准金和阴极铜等。产量来看，公司2024年，冶炼金总产量37.95吨、电解铜总产量39.69万吨。

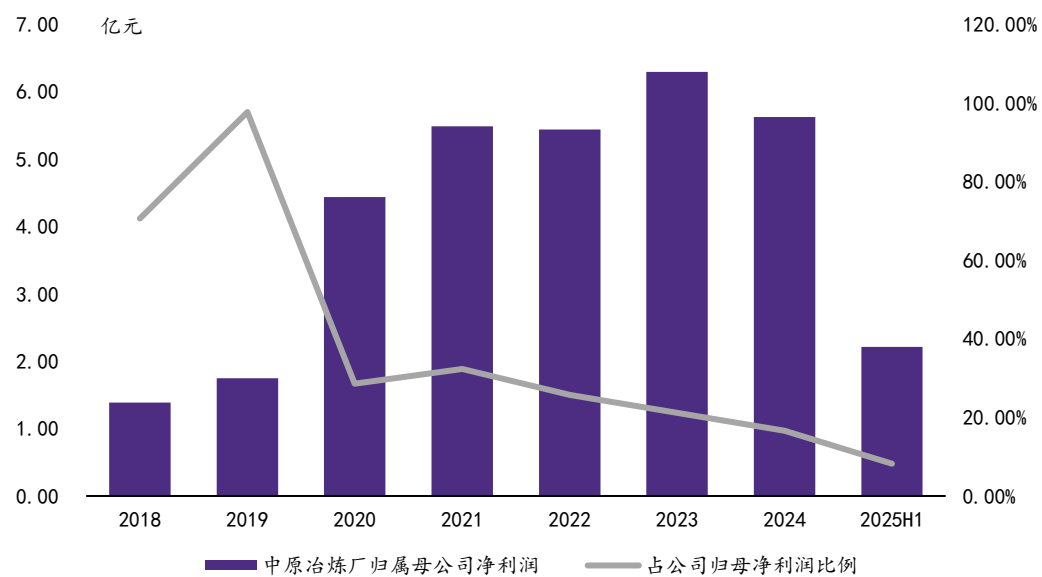
中原冶炼厂作为中金黄金全资子公司，是国内知名的金、铜冶炼及黄金精炼加工企业。1983年4月经河南省黄金管理局批准，成立河南中原黄金冶炼厂筹建处。2000年7月6日，经国家经贸委批准中国黄金总公司对河南中原黄金冶炼厂进行资产剥离、重组，实行股份制改造。2008年12月1日，改制成为有限责任公司，其中中金黄金股份有限公司占注册资金的94%。随后近十年时间，中原冶炼厂经过多次股权部分转让和股东增资。截止至2019年1月31日，中原冶炼厂的持股比例中，中金黄金股份有限公司持股比例为39.02%。2019年，公司以发行股份方式收购中原冶炼厂60.98%的股权，2020年3月，中原冶炼厂完成过户成为中金黄金的全资子公司。

中原冶炼厂目前具有年处理矿量172万吨，年产冶炼金35吨、冶炼银350吨、电解铜45万吨、硫酸150万吨的能力。

中原冶炼厂工艺技术先进。冶炼厂采用我国自主研发的具有世界先进水平的“富氧底吹造钽捕金”技术，拥有世界最大的底吹熔炼炉，国内最大的制酸装置，具有原料适应能力强、金属回收率高、能耗低、自动化及装备水平高等突出特点。冶炼厂可以生产生产金锭、银锭、阴极铜、硫酸，并综合回收铂、钯、硒、碲、铈、镍、铅、铋、铁等11种有价元素。

中原冶炼厂盈利韧性显著，持续为中金黄金提供稳定的利润支撑，在公司整体利润构成中占据关键地位。中原冶炼厂为中金黄金贡献的利润总比近几年所有下滑，但是近四年的年净利润均在5亿元以上。

图表 32：中原冶炼厂净利润及占公司利润比重



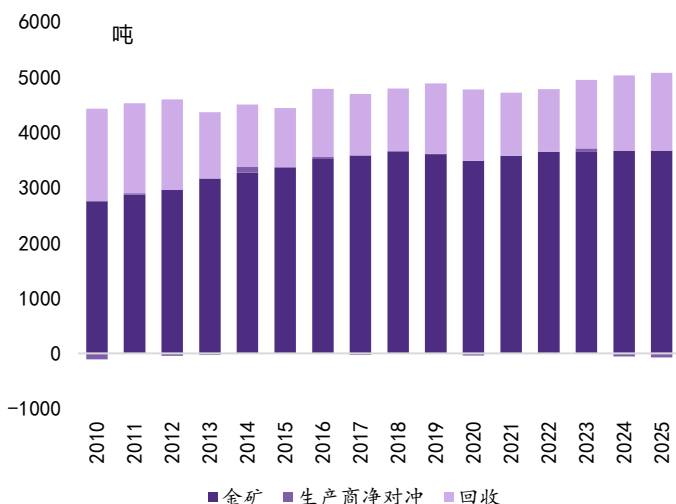
资料来源：公司公告，Wind，华鑫证券研究（注 2018 和 2019 年公司仅持有中原冶炼厂 30.92%股权，2020 年开始为 100%。表中的中原冶炼厂净利润为归属于中金黄金公司的净利润。）

3、铜金行业：持续处于上行周期

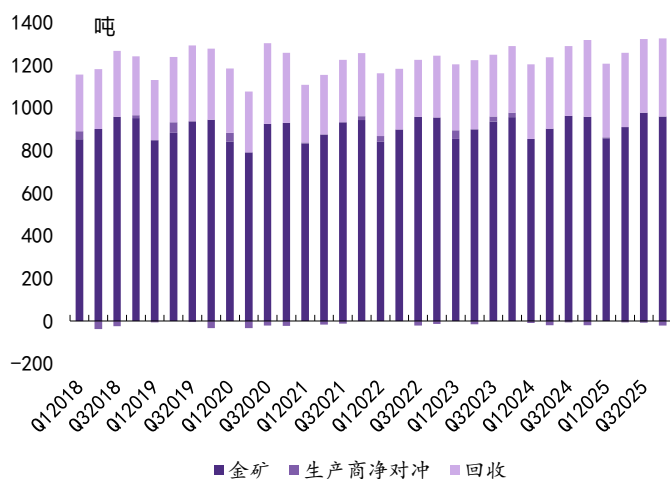
3.1、黄金：地缘与货币双轮驱动

当前黄金行业正处于多重因素交织的关键节点，美联储降息预期与全球央行持续购金形成核心驱动，同时地缘政治风险和市场情绪波动加剧了金价的复杂性，供需格局呈现显著分化。供给端，2025 年全球黄金总供应量（含金矿，回收量，生产商净对冲）为 5002.3 吨，同比+0.56%；其中，金矿产量 3671.6 吨，同比+0.28%。金矿成本方面，维持性资本支出增加，加之金价上涨带来的成本升高和特许权使用费的增加，进一步推动金矿总维持成本攀升。

图表 33：全球黄金供应结构（年度）



图表 34：全球黄金供应结构（季度）



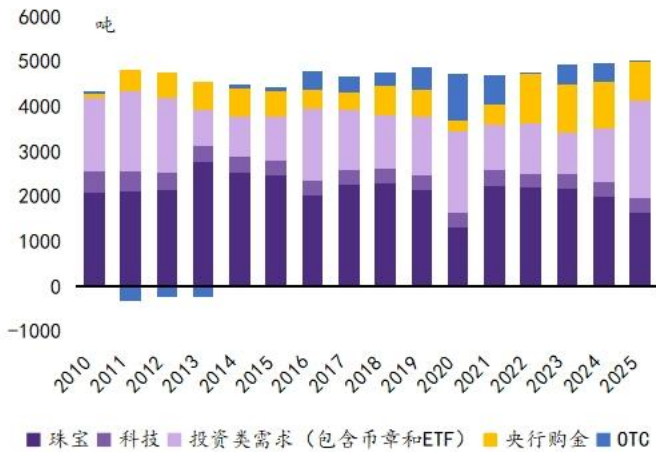
资料来源：世界黄金协会，华鑫证券研究

资料来源：世界黄金协会，华鑫证券研究

需求端则呈现“投资需求和央行购金扩张”特征。2025 年全球黄金需求创下 4999.4 吨的历史新高。结构上面来看，2025 年全球央行购金达到 863.3 吨，同比-17.36%。虽然从全球央行购金的速度有所放缓，但是仍然高于 2022 年以前所有年份全年的购金量。

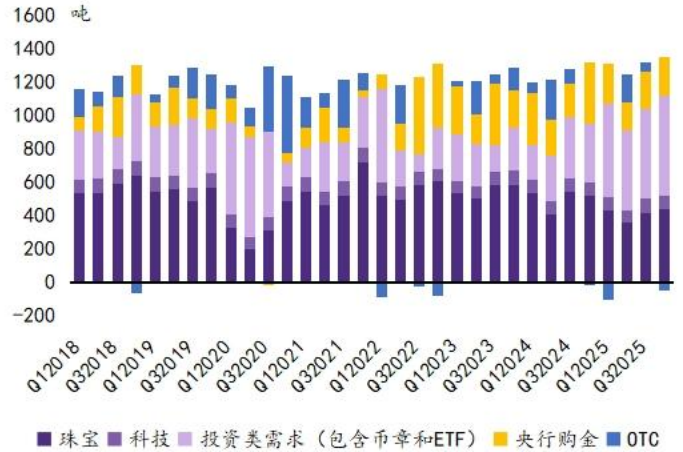
ETF 角度来看，2025 年恢复净流入。2024 年全球黄金 ETF 净流出 6.8 吨，相比 2023 年的 244.2 吨的净流出，2024 年流出量大幅缩窄。而 2025 年，全球黄金 EFT 净流入 801.2 吨。

图表 35: 全球黄金需求结构 (年度)



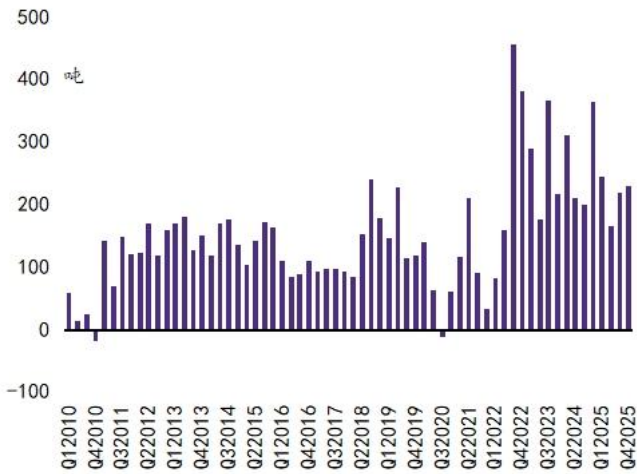
资料来源: 世界黄金协会, 华鑫证券研究

图表 36: 全球黄金需求结构 (季度)



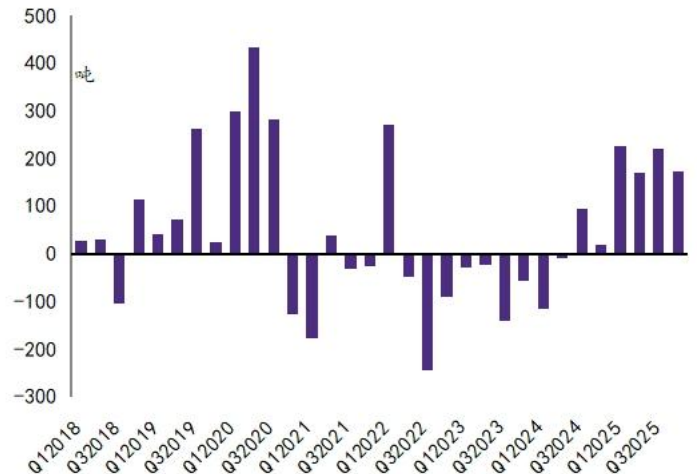
资料来源: 世界黄金协会, 华鑫证券研究

图表 37: 全球央行购金类黄金需求 (季度)



资料来源: 世界黄金协会, 华鑫证券研究

图表 38: 全球 ETF 类投资黄金需求 (季度)



资料来源: 世界黄金协会, 华鑫证券研究

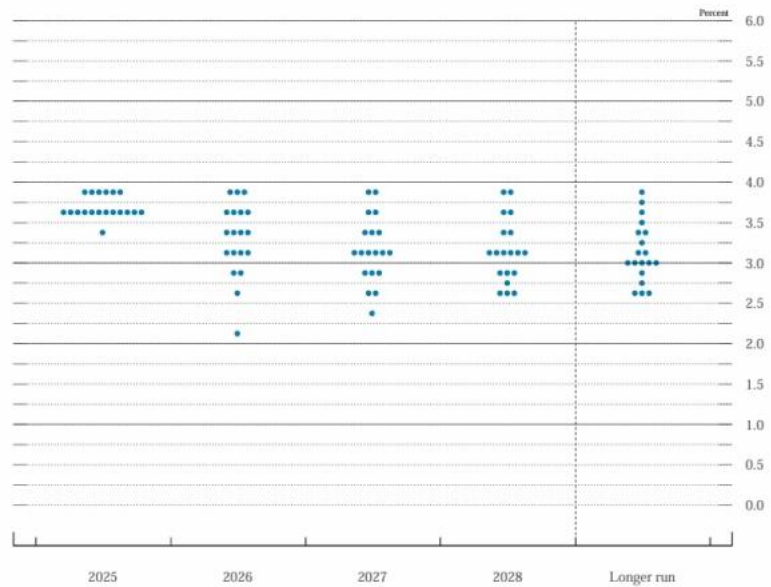
美联储降息周期为金价上涨提供驱动。美联储本轮降息周期从 2024 年 9 月开启, 截止至目前合计降息 6 次, 共 175BP。

从美联储在 2025 年 12 月发布的利率点阵图来看, 有 4 位票委认为 2026 年美联储利率中枢为 3.25-3.50%, 较当前利率水平仅下降 25BP。有 4 位票委认为 2026 年美联储利率中枢为 3.0-3.25%, 还有 4 位票委认为 2026 年美联储利率中枢会降至 3.0% 以下。

金价对美联储利率高度敏感, 当前美联储仍处于利率下降的时间通道, 持续为金价带来支撑。

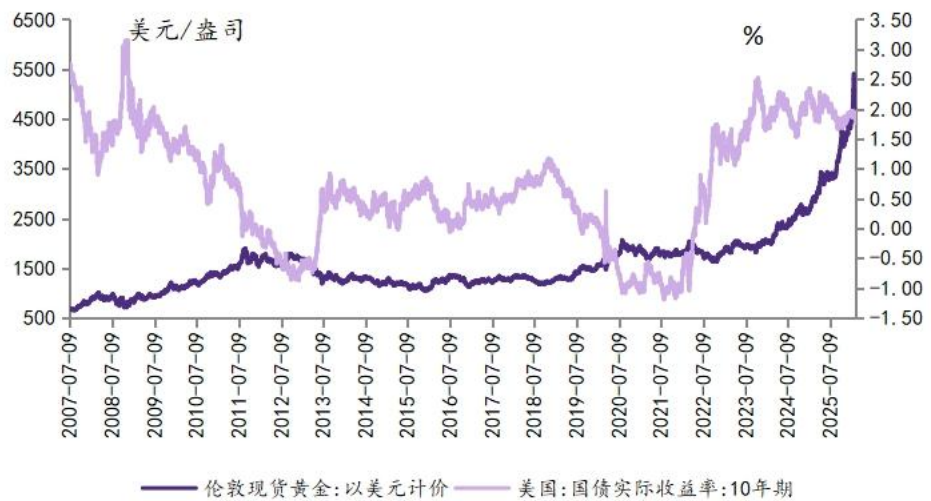
图表 39: 美联储点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源: 美联储官网, 华鑫证券研究

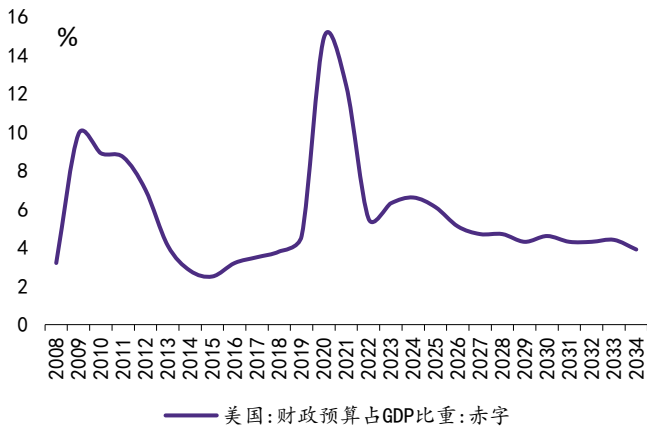
图表 40: 美债利率与金价的关系



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

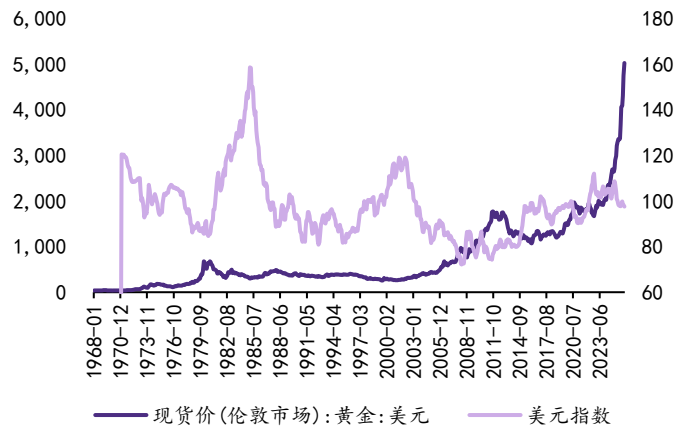
另一方面, 美国信用体系不断弱化, 美国国会预算办公室 (CBO) 最新数据显示, 2025 财年美国联邦预算赤字将达 1.8 万亿美元, 占国内生产总值 (GDP) 的 6.1%。穆迪预测 2035 年赤字将接近 GDP 的 9%, 市场对美元长期信用担忧加剧, 美元指数从 2022 年高点 111.9 回落至当前 99.3。

图表 41: 美国财政预算占 GDP 比重



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 42: 黄金价格与美元指数关系



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

黄金行业正经历“投资属性增强和美元信用体系弱化”的结构性变化。美联储降息预期与央行购金形成“双轮驱动”，推动金价中枢上移。

3.2、铜：供应持续偏紧，新兴需求刺激铜价走强

根据 ICSG（世界铜研究小组）数据，2024 年全球电解铜产量（包含原生电解铜和再生电解铜）为 2739.7 万吨，过去 10 年（2014-2024）产量复合增速为 1.99%。其中原生电解铜产量 10 年（2014-2024）复合增速为 2.02%，再生电解铜的产量 10 年（2014-2024）复合增速为 1.86%。近几年来看，再生电解铜的产量增速开始高于原生电解铜产量增速。

图表 43: 全球精炼铜产量及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 44: 全球原生精炼铜产量及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

全球铜矿产量增长乏力。根据我们统计，全球 15 家大型铜矿企业，2025 年前三季度合计铜矿产量 932.31 万吨，同比+0.36%，同比+3.34 万吨。扣除掉五矿资源、紫金矿业和洛阳钼业之后的 12 家海外铜矿企业在 2025 年前三季度合计铜矿产量 756.41 万吨，同比-2.42%，同比-18.73 万吨。

图表 45：全球主要铜矿企业季度产量（单位：千吨）

单位：千吨	Codelco	BHP	自由港	嘉能可	第一量子	英美资源	力拓	安托法加斯塔	淡水河谷	伦丁矿业	泰克资源	南方铜业	五矿资源	紫金矿业	洛阳钼业	15个铜矿企业合计	12个海外铜企业合计	3家中资铜企业合计
2021Q1	413.50	391.40	412.77	301.20	205.05	160.30	78.55	183.00	76.80	57.35	71.71	239.09	77.33	126.80	55.34	2850.18	2590.72	259.47
2021Q2	437.50	403.00	414.13	296.80	199.69	169.70	70.39	178.50	73.50	63.46	72.23	240.77	93.31	113.82	54.47	2881.27	2619.67	261.60
2021Q3	415.00	376.50	447.70	297.50	209.86	156.50	84.86	181.20	69.30	65.08	70.73	247.40	91.20	167.49	60.11	2940.42	2621.63	318.80
2021Q4	462.00	365.50	468.56	300.20	201.82	160.70	88.48	179.00	78.50	77.00	72.73	238.21	77.01	176.05	62.74	3008.50	2692.70	315.81
2022Q1	387.30	369.70	457.67	257.80	182.03	139.50	77.53	138.80	56.60	65.08	67.05	216.11	79.06	193.63	67.63	2755.50	2415.18	340.32
2022Q2	395.70	461.80	487.61	252.40	192.67	133.90	64.33	129.70	55.90	64.10	71.41	236.11	44.51	216.56	69.02	2875.71	2545.62	330.09
2022Q3	353.20	410.10	478.99	260.30	194.97	146.80	87.10	181.90	74.30	63.93	66.63	230.79	95.60	222.31	67.68	2934.60	2549.01	385.59
2022Q4	416.50	424.30	485.34	287.60	206.01	244.30	79.72	195.60	66.30	56.55	65.45	241.44	85.88	231.87	72.66	3159.51	2769.10	390.41
2023Q1	351.70	405.90	437.72	244.10	138.75	178.10	72.88	145.80	67.00	61.46	56.80	223.57	68.95	244.47	68.03	2765.24	2383.78	381.46
2023Q2	332.50	476.20	483.98	243.90	187.18	209.10	67.68	149.60	78.75	60.06	64.35	228.06	92.85	242.54	71.03	2987.77	2581.35	406.42
2023Q3	355.30	457.00	492.15	247.80	221.55	209.10	90.78	173.70	81.60	89.94	71.88	227.01	94.05	262.01	117.35	3191.22	2717.81	473.41
2023Q4	384.30	437.40	496.68	274.30	160.20	229.90	88.41	191.50	99.00	103.34	103.37	234.10	91.41	253.04	133.30	3280.25	2802.49	477.76
2024Q1	318.70	465.80	492.15	239.70	100.61	198.10	78.56	129.40	81.90	88.01	99.02	240.22	67.13	262.65	147.49	3009.44	2532.17	477.27
2024Q2	309.50	504.80	470.38	222.90	102.71	195.70	84.88	155.30	78.60	79.71	110.38	242.47	90.97	255.92	166.31	3070.53	2557.32	513.20
2024Q3	359.20	476.30	477.63	242.60	116.09	181.30	77.40	179.00	85.80	99.90	114.49	252.22	114.66	270.99	162.25	3209.73	2661.93	547.80
2024Q4	433.80	510.70	472.19	246.40	111.60	197.50	97.56	200.30	102.00	101.49	122.06	238.92	126.99	280.54	173.95	3416.01	2834.52	581.49
2025Q1	324.00	513.20	393.72	167.90	99.70	168.90	92.70	154.80	90.90	83.87	106.18	240.22	118.21	287.57	170.57	3012.45	2436.09	576.36
2025Q2	364.80	516.20	436.81	176.00	91.07	173.30	127.50	160.20	92.60	92.32	109.13	239.00	140.34	279.33	183.00	3181.59	2578.92	602.67
2025Q3	327.70	493.60	413.68	239.60	104.63	183.50	107.70	161.70	90.70	87.35	104.07	234.87	127.03	263.10	189.80	3129.02	2549.09	579.93
2025Q1-Q3产量	1016.50	1523.00	1244.21	583.50	295.40	525.70	327.90	476.70	274.20	263.55	319.37	714.09	385.58	830.00	543.37	9323.06	7564.10	1758.95
2025Q1-Q3产量同比绝对值	29.1	76.1	-196.0	-121.7	-24.0	-49.4	87.1	13.0	27.9	-4.1	-4.5	-20.8	112.8	40.5	67.3	33.4	-187.3	220.68
同比幅度	2.95%	5.26%	-13.61%	-17.26%	-7.52%	-8.59%	36.15%	2.80%	11.33%	-1.52%	-1.40%	-2.83%	41.36%	5.14%	14.14%	0.36%	-2.42%	14.35%

资料来源：各个公司公告，华鑫证券研究（注：力拓和 BHP 对于 ESCONDIDA 的统计口径有重复，因此汇总表扣除力拓的 ESCONDIDA 产量。）

铜矿增量方面，如图表 46，全球范围内大型铜矿在 2025 年遭遇事故影响，如 2025 年 5 月 18 日艾芬豪旗下的卡莫阿铜矿的卡库拉矿体发生矿震，导致 2025 年产量预期从 55 万吨下调至 39.5 万吨；2025 年 9 月 8 日，自由港旗下的 Grasberg 铜矿遭遇了一起泥浆涌流事故，在事故发生后，采矿作业暂时中止。公司也是在 Q3 季报里面表示 Q4 印尼分布几乎没有铜和金的销售。根据公司的最新指引，印尼分部 Grasberg 铜矿 2025-2029 年铜产量将分别为 45.4、45.4、68.0、77.1、77.1 万吨。大型铜矿事故率提升以及新开发铜矿较少，导致后续几年铜矿增速整体下滑。

图表 46: 全球增量项目盘点 (千吨)

序号	公司名称	铜精矿项目	国家	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	扩产/新建项目建设进度
1	Codelco	Chuquicamata	智利	319	268	249	289	250	330	330	330	地下矿于 2019 年 4 月 30 日开始运营。截至 2025 年 9 月 30 日, 连续性基础设施项目的第一阶段已完成 85%, 而第二阶段仍处于可研阶段。
2	Codelco	Salvador	智利	53	32	13	6	38	75	75	75	Salvador Rajo Inca 项目: 其选矿厂正在持续投产, 预计在 7 月完成调试后将在下半年达到设计产能。截至 2025 年 9 月 30 日, 该项目整体完成度达到 93%, 选矿厂建设已最终完成。设计是满产后 Salvador 年产 7.5 万吨铜。
3	BHP	Escondida	智利	984	1026	1073	1241	1240	1240	1100	1000	FY26 (2025. 7. 1-2026. 6. 30) 的产量指引仍在 115-125 万吨。根据公司在 2025Q2 季报 Presentation 文件显示, 中长期 Escondida 产量指引为 90-100 万吨。
4	Antofagasta	Centinela	智利	274	248	242	224	260	260	300	330	1. 2025 前三季度铜总产量 17.74 万吨, 同比+17.72%, +2.67 万吨。2025 年前三季度总铜产量增长主要得益于选矿厂的产量提升。 2. Centinela 二期选矿厂项目 2024 年 4 月开始动工, 预计 2027 年投产, 将增加 17 万吨铜产量/年。
5	Antofagasta	Los Pelambres	智利	325	275	300	320	318	320	320	320	Los Pelambres 目前 (Phase 1) 扩建产能已经达产, 原矿产能 19 万吨/天。从 2025H1 报告来看, 2025 年产量指引为 31-32.5 万吨。
6	BHP、Glencore、Teck	Antamina	秘鲁	461	450	435	434	377	444	400	378	必和必拓和嘉能可分别持有 Antamina 股权为 33.75%, 泰克资源持有 22.5% 股权。产量最新指引来自泰克资源的 2025 年 Q3 季报。
7	五矿资源	Las Bambas	秘鲁	289	255	302	323	411	400	400	400	Las Bambas 2025 年铜产量 41.1 万吨, 创下矿山历史第二高年产量记录。产量大幅增长得益于持续提升的运营效率、战略性设备升级、浮选药剂策略优化, 以及 Ferrobamba 与 Chalcobamba 矿区全年不间断采矿作业带动的平均选矿品位提升。2026 年公司设定的 Las Bambas 矿山铜产量目标为 40 万吨。
8	五矿资源	Khoemacau	博茨瓦纳				31	42	51	55	55	Khoemacau 铜矿的铜年产量 4.2 万吨, 同比+36%。产量提升是因为全年持续生产。2026 年产量指引是 4.8-5.3 万吨。Khoemacau 铜矿扩建工程在 2026 年 2 月 6 日开工, 扩建项目预计 2028 年上半年投产, 届时项目总产能将提升至 13 万吨。
9	First Quantum	Cobre Panama	巴拿马	331	350	331	0	0	0	0	0	截止至 2025 年 Q3 季报 Cobre Panama 仍处于停产维护与安全管理 (P&SM) 阶段, 生产处于停滞状态。2025 年 5 月 30 日, 巴拿马政府通过工商部 (MICI) 批准并正式指示执行 P&SM 计划。目前该计划已进入实施阶段。
10	First Quantum	Kansanshi	赞比亚	202	146	135	171	180	195	225	250	Kansanshi S3 扩建项目已成功从调试阶段转入初期运营, 2025 年 7 月首次投料, 8 月产出首批精矿。项目目前按计划推进, 现正处于产能爬坡阶段, 且有望低于原预算完工。2025 年三季度, Kansanshi S3 扩建项目贡献铜产量 0.6 万吨。

11	Freeport	Grasberg	印尼	606	711	753	817	454	454	680	771	Grasberg 项目 2025-2029 年铜产量指引在 2025 年 Q2 季报为 68.1、77.2、81.7、81.7、72.6 万吨。（发生事故前）；2025 年 9 月 8 日，PTFI 公司遭遇了一起泥浆涌流事故，这在格拉斯伯格矿区数十年来的块状崩落法采矿史中前所未有的。在事故发生后，采矿作业暂时中止。公司也是在 Q3 季报里面表示 Q4 印尼分布几乎没有铜和金的销售。根据公司在 2025 年 11 月 18 日公布的最新公告来看，DMLZ 矿区和 Big Gossan 矿在 10 月底已经复产，而 Grasberg Block Cave 矿区需要等到 2026 年 Q2 才能重启复产。根据公司的最新指引，印尼分部 Grasberg 铜矿 2025-2029 年铜产量将分别为 45.4、45.4、68.0、77.1、77.1 万吨。
12	Rio Tinto	Oyu Tolgoi	蒙古	163	130	168	215	323	400	450	500	地下矿持续爬产，预计到 2028 年-2036 年 Oyu Tolgoi 项目年均产铜量能达到 50 万吨。公司计划 2025 年产量同比+50%。2025 前三季度产量 24.12 万吨，同比 +9.26 万吨，+62.28%（全口径）。
13	Teck	Quebrada Blanca	智利	12	10	63	208	180	218	258	238	Quebrada Blanca: 尾矿库 (TMF) 的持续建设在 2025 年全年制约了生产，导致选矿厂额外停产，尤其在 9 月份，受加高尾矿坝 20 天停产影响，产量低至 5800 吨。根据季报显示，2025 年 QB 铜矿产量指引为 17-19 万吨，同时预计 2026-2028 年产量指引中值分别为 21.75、25.75、23.75 万吨。
14	Anglo American	Quellaveco	秘鲁	0	102	319	306	325	335	325	325	Quellaveco 在 2025 年前三季度产量 23.99 万吨，同比+2.39 吨，增长 11.06%。产量同比上升，不仅提升了回收率和处理量，同时本季度也进入更高品位矿段的开采阶段。2024 年 Q4 季报公司给出了 Quellaveco 项目 2025-2027 年的产量指引，指引中值分别为 32.5、33.5、32.5 万吨。
15	艾芬豪矿业	Kamoa-Kakula	刚果金	93	334	394	439	389	400	520	600	2025 年 5 月 18 日卡库拉矿体发生矿震，2025 年产量预期从 55 万吨下调至 39.5 万吨，2026 年 1 月作为合营卡莫阿铜矿的另一个上市公司——艾芬豪公司公告了卡莫阿铜矿 2025 年年度铜产量为 38.9 万吨。此前艾芬豪公告了 2026 年-2027 年卡莫阿铜矿的产量指引。预计 2026 年精矿含铜 (吨)：38 万 - 42 万。2027 年精矿含铜 (吨)：50 万 - 54 万。
16	紫金矿业	巨龙铜矿及知不拉铜矿	中国	16	115	154	166	194	310	350	350	项目二期改扩建工程已经在 2025 年底建成投产，达产后年产铜量将达到 35 万吨。根据藏格矿业在 2025 年 12 月 26 日公告的 2026 年产量指引，预计巨龙铜业在 2026 年产铜 30-31 万吨。
17	紫金矿业	丘卡卢-佩吉铜金矿&博尔铜矿	塞尔维亚	121	204	239	293	290	300	350	400	2025 年计划合计矿产铜 29 万吨、金 7 吨。丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带及博尔铜矿正加快推进年总产铜 45 万吨改扩建工程。
18	紫金矿业	朱诺铜矿	中国							50	76	2025 年全面开工建设，计划 2026 年底建成投产，规划达产后采选规模为 1,800 万吨/年，年矿产铜 7.6 万吨。
19	金诚信	Lonshi	刚果金			5	26	50	50	50	50	2023 年 Q4 投产，远期满产以后 4 万吨产能。2025 年前三季度产量达到了 3.6 万吨，预计年度产量能到 5 万吨。
20	铜陵有色	米拉多	厄瓜多尔	88	121	127	100	150	190	200	200	一期产能约 12 万吨，二期正在建设。2025 年 7 月开始重负荷试车，满产后总产能达到 20 万吨。

序号	公司名称	铜精矿项目	国家	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	扩产/新建项目建设进度
21	中矿资源	Kitumba							20	60	60	预计 2026 年 Q3 投产, 设计产能 6 万吨。
22	洛阳钼业	TFM	刚果金	209	254	280	650	741	790	850	900	公司计划为 KFM 铜矿二期项目建设投资 10.84 亿美元, 建设期两年, 拟于 2027 年建成投产, 预计新增原矿处理规模 726 万吨/年, 达产后预计新增年平均 10 万吨铜金属。
23	洛阳钼业	KFM	刚果金	0	0	114						
24	Southern Copper	El Pilar	墨西哥	0	0	0	0	0	0	0	36	项目开支较低, 是个绿地项目, 位于墨西哥索诺拉州, 距离我们的 Buenavista 约 45 公里。铜氧化储量为 3.17 亿吨, 平均品位为 0.249%。项目开采方式为露天开采, 年生产能力为 36,000 吨阴极铜, 预计 2028 年投产。
25	Southern Copper	Tia Maria-Arequipa	秘鲁	0	0	0	0	0	0	30	119	目前处在早期建设阶段, 通道和平台的进展已达到 90%。公司将建立临时营地, 同时进行大规模的土方工程建设。预计 2027 年投产, 将年产 12 万吨湿法铜。
26	五矿资源	Kinsevere	刚果金	48	49	44	45	53	80	80	80	Kinsevere 实现了一项里程碑, 于 2024 年 9 月 15 日完成了扩建项目的机械施工, 较计划日期提前了十五天。该项目于 9 月 20 日首次从硫化矿产出电解铜。Kinsevere 扩建项目包括向硫化矿采选的过渡和钴的生产。该项目的额定年产能为 80,000 吨电解铜, 将把 Kinsevere 的矿山寿命至少延长至 2035 年。 2025 年全产能铜量 5.28 万吨显示, 2026 年产量指引为 6.5-7.5 万吨。
表内精矿+湿法铜含铜合计				4594	5080	5738	6303	6414	7011	7658	8042	
表内铜矿及湿法铜产量年度变化				486	658	565	111	598	646	384		

资料来源: 各个公司公告, 矿业汇, SMM, 华鑫证券研究

铜矿增量方面, 如图表 46, 全球范围内大型铜矿在 2025 年遭遇事故影响, 如 2025 年 5 月 18 日艾芬豪旗下的卡莫阿铜矿的卡库拉矿体发生矿震, 导致 2025 年产量预期从 55 万吨下调至 39.5 万吨; 2025 年 9 月 8 日, 自由港旗下的 Grasberg 铜矿遭遇了一起泥浆涌流事故, 在事故发生后, 采矿作业暂时中止。公司也是在 Q3 季报里面表示 Q4 印尼分布几乎没有铜和金的销售。根据公司的最新指引, 印尼分部 Grasberg 铜矿 2025-2029 年铜产量将分别为 45.4、45.4、68.0、77.1、77.1 万吨。大型铜矿事故率提升以及新开发铜矿较少, 导致后续几年铜矿增速整体下滑。

图表 47: 全球精炼铜产量预测 (万吨)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	CAGR
中国精铜产量	997.6	1028.2	1144.0	1206.1	1343.3	1390.3	1432.0	1460.6	2.83%
中国精铜产量增速		3.06%	11.26%	5.42%	11.38%	3.50%	3.00%	2.00%	
全球铜矿产量	2122.7	2191.7	2237.1	2295.8	2312.5	2372.3	2436.9	2475.3	2.29%
全球废铜供应	367.0	336.1	413.7	443.9	541.5	540.0	540.0	540.0	-0.09%
海外精炼铜产量	1492.1	1499.6	1506.8	1533.6	1510.7	1522.0	1544.9	1554.7	0.96%
海外精炼铜产量增速		0.50%	0.48%	1.78%	-1.49%	0.75%	1.50%	0.63%	
全球精铜产量	2489.7	2527.8	2650.8	2739.7	2854.0	2912.3	2976.9	3015.3	1.85%
全球精铜产量增速		1.53%	4.87%	3.35%	4.17%	2.04%	2.22%	1.29%	

资料来源: WIND, SMM, 华鑫证券研究所

图表 48：全球电动车相比燃油车额外铜需求测算（万吨）

	电动车总销量 /万辆	电动车总销量 增速	全球纯电动车 销量/万辆	全球插电混 动销量/万辆	全球电动车 新增铜需求	中国纯电动 车销量/万 辆	中国插电混 动销量/万 辆	中国电动车 新增铜需求
2022	1056		754	302	56	535	152	38
2023	1401	32.7%	934	467	73	665	279	50
2024	1767	26.1%	1124	643	91	771	514	65
2025	2147	21.5%	1366	781	111	1060	583	85
2026E	2469	15.0%	1571	898	127	1220	657	97
2027E	2716	10.0%	1728	988	140	1342	722	107
2028E	2988	10.0%	1901	1086	154	1476	795	118

资料来源：WIND, ICSG, SNE RESEARCH, OUR WORLD IN DATA, 华鑫证券研究所

图表 49：全球光伏+风电铜需求测算（万吨）

	乐观预期光伏装机 量/GW	风电装机量/GW	风电耗铜（万 吨）	光伏耗铜（万 吨）	全球光伏+风 电铜需求	中国光伏+风 电铜需求	中国境外风光 用铜
2021	170	84	24	35	59	25	34
2022	230	76	22	37	59	25	35
2023	390	115	33	49	82	49	33
2024	530	115	33	66	100	58	42
2025	580	169	49	112	161	96	65
2026E	680	194	56	121	177	105	73
2027E	780	224	65	127	192	114	78
2028E	850	257	75	135	210	125	85

资料来源：WIND, 国际能源署, 中国光伏行业协会, 华鑫证券研究所

图表 50：国内铜需求测算（万吨）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
电力	788	808.0	832.2	857.2	882.9
增速		2.54%	3.00%	3.00%	3.00%
家电	234	238.0	240.4	242.8	245.2
增速		1.71%	1.00%	1.00%	1.00%
交通运输	247	279.0	297.1	310.8	325.6
其中：非电动车	181.70	193.80	199.61	203.60	207.68
增速		6.66%	3.00%	2.00%	2.00%
其中：电动车	65.30	85.20	97.48	107.23	117.95
增速		30.49%	14.41%	10.00%	10.00%
建筑	218	202.0	191.9	191.9	191.9
增速		-7.34%	-5.00%	0.00%	0.00%
机械	121	128.0	131.8	134.5	137.2
增速		5.79%	3.00%	2.00%	2.00%
电子	77	84.0	84.0	84.0	84.0
增速		9.09%	7.00%	5.00%	5.00%
光伏风电领域	57.79	96.0	104.8	113.8	125.3
增速		66.04%	9.19%	8.62%	10.08%
其他	68.2	39.0	39.0	39.0	39.0
增速					

总计	1811.00	1874.00	1921.23	1974.00	2031.10
增速		3.48%	2.52%	2.75%	2.89%

资料来源：SMM, WIND, 华鑫证券研究所

图表 51：全球需求预测（万吨）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
中国需求	1735.00	1811.00	1874.00	1921.23	1974.00	2031.10
中国需求增速		4.38%	3.48%	2.52%	2.75%	2.89%
境外需求	954.00	918.60	941.80	951.22	960.73	970.34
境外需求增速		3.60%	-1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
全球需求	2689.00	2729.60	2815.80	2872.44	2934.73	3001.44
全球需求增速		1.51%	3.16%	2.01%	2.17%	2.27%

资料来源：Wind, SMM, 华鑫证券研究所

铜需求方面，国内需求依靠风电光伏和电动车的拉动，仍能维持新兴需求的快速增长。而传统领域方面，国家电网和南方电网规划“十五五”期间的天量投资金额，也将拉动电网用铜需求。而海外方面，欧元区和美国制造业 PMI 欧洲和美国制造业 PMI 指数已运行至 50 以上，制造业有复苏态势，同时美国电网数据强劲，因此预测 2026-2028 年境外铜需求回归增长。

图表 52：全球精炼铜平衡表（万吨）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
全球精炼铜需求	2689.00	2729.60	2815.80	2872.44	2934.73	3001.44
全球铜矿产量	2237.10	2295.80	2312.50	2312.50	2312.50	2312.50
全球废铜供应	413.70	443.90	541.50	540.00	540.00	540.00
全球精铜产量	2650.80	2739.70	2854.00	2852.50	2852.50	2852.50
全球精炼铜平衡	-38.20	10.10	38.20	-19.94	-82.23	-148.94

资料来源：各个公司公告，矿业汇，SMM, Wind, ICSG, SNE RESEARCH, OUR WORLD IN DATA, 华鑫证券研究

总结我们对全球精炼铜的供给和需求预测，预计 2026-2028 年全球精炼铜平衡分别为-19.94、-82.23、-148.94 万吨。精炼铜缺口将逐年扩大，预计铜价中枢逐步上升。

4、盈利预测评级

预测公司 2025-2027 年总营收分别为 826.45、1015.55、1065.55 亿元，营业成本分别为 689.58、819.52、842.02 亿元。

预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 51.80、83.78、100.83 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24.4、15.1、12.5 倍，维持“买入”投资评级。

图表 53：公司营业收入假设

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务	黄金	收入/万元	3723970.38	3183642.62	3677161.84	4980000.00	6250000.00
		成本/万元	3446636.83	2848853.19	3210936.97	4170200.00	4952500.00
		销量/吨	59.70	59.29	55.87	55.00	55.00

	单位售价(元/克)	623.78	536.96	658.16	905.45	1136.36	1227.27
	单位成本(元/克)	577.33	480.49	574.72	758.22	900.45	941.36
	毛利率	7.45%	10.52%	12.68%	16.26%	20.76%	23.30%
	收入/万元	2735317.43	2988932.03	3106781.99	3519000.00	4140000.00	4140000.00
	成本/万元	2474437.24	2650680.58	2780372.80	3170375.00	3687500.00	3687500.00
	销量/吨	392294.12	412244.04	397344.36	430000.00	430000.00	430000.00
铜	单吨售价(万元/吨)	6.97	7.25	7.82	8.18	9.63	9.63
	单吨成本(万元/吨)	6.31	6.43	7.00	7.37	8.58	8.58
	毛利率	9.54%	11.32%	10.51%	9.91%	10.93%	10.93%
	收入/万元	416819.21	501314.66	482868.31	544000.00	640000.00	640000.00
	成本/万元	178924.09	215577.04	207816.58	240000.00	240000.00	240000.00
	销量/吨	80132.45	91593.03	82699.35	80000.00	80000.00	80000.00
其中： 矿山铜	单吨售价(元/吨)	5.20	5.47	5.84	6.80	6.80	6.80
	单吨成本(元/吨)	2.23	2.35	2.51	2.40	2.40	2.40
	毛利率	0.57	57.00%	56.96%	55.88%	62.50%	62.50%
其他	营收/万元	431114.65	456564.42	539812.57	540000.00	540000.00	540000.00
	成本/万元	311614.86	322680.51	330257.27	334800.00	334800.00	334800.00
抵消	营收/万元	-1210440.43	-535790.80	-809486.08	-809486.08	-809486.08	-809486.08
	成本/万元	-1211519.06	-534645.31	-801584.78	-801584.78	-801584.78	-801584.78
其他业务	营收/万元	35133.10	33015.35	41344.69	35000.00	35000.00	35000.00
	成本/万元	24703.44	25483.40	35937.20	22000.00	22000.00	22000.00
	总营收	5715095.13	6126363.63	6555615.02	8264513.92	10155513.92	10655513.92
合计	总成本	5045873.30	5313052.37	5555919.46	6895790.22	8195215.22	8420215.22
	总毛利	669221.83	813311.26	999695.55	1368723.70	1960298.70	2235298.70
	毛利率	11.71%	13.28%	15.25%	16.56%	19.30%	20.98%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

5、风险提示

1) 公司纱岭金矿投产不及预期；2) 金矿及铜矿成本上升幅度超预期；3) 铜冶炼加工费下降超预期；4) 铜需求不及预期；5) 铜价金价大跌等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	10,978	12,285	15,104	20,191
应收款	656	827	1,016	1,066
存货	10,401	13,166	15,657	16,094
其他流动资产	713	899	1,105	1,159
流动资产合计	22,748	27,176	32,882	38,510
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	13,699	14,736	14,534	13,878
在建工程	3,252	1,301	520	208
无形资产	10,604	10,073	9,543	9,040
长期股权投资	1,461	1,461	1,461	1,461
其他非流动资产	3,876	3,876	3,876	3,876
非流动资产合计	32,891	31,447	29,935	28,462
资产总计	55,639	58,624	62,817	66,973
流动负债:				
短期借款	8,285	8,285	8,285	8,285
应付账款、票据	2,831	3,584	4,262	4,381
其他流动负债	3,238	3,238	3,238	3,238
流动负债合计	15,070	16,009	16,894	17,068
非流动负债:				
长期借款	6,453	6,453	6,453	6,453
其他非流动负债	1,543	1,543	1,543	1,543
非流动负债合计	7,996	7,996	7,996	7,996
负债合计	23,066	24,006	24,890	25,064
所有者权益				
股本	4,847	4,847	4,847	4,847
股东权益	32,572	34,618	37,927	41,909
负债和所有者权益	55,639	58,624	62,817	66,973

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4204	6430	10401	12518
少数股东权益	818	1251	2023	2435
折旧摊销	1692	1443	1486	1446
公允价值变动	3	3	3	3
营运资金变动	1174	-2183	-2001	-368
经营活动现金净流量	7890	6944	11911	16033
投资活动现金净流量	-2522	913	982	969
筹资活动现金净流量	-4062	-4385	-7092	-8535
现金流量净额	1,306	3,473	5,801	8,467

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	65,556	82,645	101,555	106,555
营业成本	55,559	68,958	81,952	84,202
营业税金及附加	1,089	1,373	1,687	1,770
销售费用	84	105	129	136
管理费用	2,016	2,541	3,123	3,277
财务费用	340	278	199	56
研发费用	730	921	1,132	1,187
费用合计	3,170	3,845	4,583	4,656
资产减值损失	6	6	6	6
公允价值变动	3	3	3	3
投资收益	182	182	182	182
营业利润	5,414	8,142	13,007	15,600
加:营业外收入	19	19	19	19
减:营业外支出	284	284	284	284
利润总额	5,150	7,878	12,742	15,336
所得税费用	946	1,448	2,342	2,818
净利润	4,204	6,430	10,401	12,518
少数股东损益	818	1,251	2,023	2,435
归母净利润	3,386	5,180	8,378	10,083

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	7.0%	26.1%	22.9%	4.9%
归母净利润增长率	13.7%	53.0%	61.7%	20.4%
盈利能力				
毛利率	15.2%	16.6%	19.3%	21.0%
四项费用/营收	4.8%	4.7%	4.5%	4.4%
净利率	6.4%	7.8%	10.2%	11.7%
ROE	10.4%	15.0%	22.1%	24.1%
偿债能力				
资产负债率	41.5%	40.9%	39.6%	37.4%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.4	1.6	1.6
应收账款周转率	100.0	100.0	100.0	100.0
存货周转率	5.3	5.3	5.3	5.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.70	1.07	1.73	2.08
P/E	37.3	24.4	15.1	12.5
P/S	1.9	1.5	1.2	1.2
P/B	4.6	4.5	4.3	4.1

■ 有色组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。