



港股研究 | 公司深度 | 灵宝黄金 (03330.HK)

灵宝黄金深度报告：

治理蜕变到全球扩张，开启 1 到 N 的量增图景

报告要点

基本面重塑构筑弹性，海内外交织共振开启跨越式放量中继。公司深耕小秦岭，保有扎实高品位资源；通过技改推动克金成本逆势下降，夯实利润护城河。自民营产业资本主导治理后，扁平化决策跨入外延扩张新阶段。随海外金矿成功并表，全球化产量兑现期正式开启。短期超跌砸出估值洼地，叠加沪港通入通红利引而未发，当前节点极具投资赔率，建议“买入”评级。

分析师及联系人



王鹤涛

SAC: S0490512070002

SFC: BQT626



叶如祯

SAC: S0490517070008

灵宝黄金 (03330.HK)

2026-05-30

灵宝黄金深度报告： 治理蜕变到全球扩张，开启 1 到 N 的量增图景

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

逆流淘金：安全边际凸显左侧变点

当前节点为何关注灵宝黄金？纵观 A 港股黄金板块，灵宝黄金当前以显著的低估值优势置于同业比较，且近期随板块系统性回调更夯实了其安全边际。公司 2026 年启动的沪港通入通是激活估值重估、引入 A 股增量资金的关键制度红利，虽因入通时点适逢行业周期性回落导致预期传导阶段性受阻，但这仅是外部情绪的短期打断，溢价逻辑并未消失。且展望未来两年，公司正处于治理理顺与产能加速变点的战略拐点。未来两年公司即将迎来产能集中加速放量。

破茧成蝶：全球化扩张开启二次飞跃

过往巨大变化，核心在公司成功由地方国企转向产业资本主导的民企，实现了“从 0 到 1”的体制跨越，将既有小秦岭地质禀赋进行了最大效率的开发与兑现。当前我们看好未来三年的第二波跨越，其本质则是“从 1 到 N”的质变，即依托小秦岭禀赋作为内生大后方，全面向外延扩张，坚定走全球化矿业矿山运作的国际化道路。回溯公司发展历程可分为三：第一阶段（2002-2017 年）地方整合与两市扩张期，依托小秦岭资源崛起并成功登陆港股，但受制于传统国企科层机制，海外并购及冶炼扩张遭遇阶段性沉痾；第二阶段（2018-2023 年）为改阵痛与资产剥离期，引入达里港等产业资本推动混改，逐步剥离非核心亏损资产，主业向黄金采选聚焦；第三阶段（2024 年至今）治理重塑与全球跨越期，深圳杰思伟业及管理层全面主导，机制彻底理顺。

钟灵毓秀：地质天赋夯实内生红利

底层逻辑之一，深耕国内第二大黄金成矿带小秦岭，难以复制的地质禀赋构筑了产量增长与逆势降本**的硬资产基石**。资源是矿企跨越周期的第一生命线。公司深耕的小秦岭成矿带作为中国横贯中部的巨型黄金富集区，其资源密集度与开发成熟度仅次于胶东地区。截至 2025 年底，公司保有黄金资源总量达 149 吨，平均品位保持在 5.6 克/吨的高水平。核心主体南山分公司日采选达 3000 吨，2025 年贡献黄金产量 2.5 吨；桐柏老湾金矿经系统勘探实现浅部资源总量增储 73%至 55 吨，且深部-1284 米处已揭示工业矿化。得益于生于小秦岭的地质天赋，公司主力矿山改扩建及精细化技改红利持续释放。同时在行业普遍面临地质通胀与成本上行的背景下，公司推动 2024 年克金成本逆势下降 10%，全面践行了高品位矿山特有的稀缺管治护城河。

厚积薄发：民企稀缺性激活量增路径

底层逻辑之二，在传统由国资主导的黄金上市公司赛道中，公司民营纯正特质具备极强的**差异化稀缺性**。公司基数低成长空间极大；敏捷的考核机制带来强变革意志，使业绩兑现度与各项成本费用控制始终优于同业；透明流畅的资本市场基本面沟通，逐步确立了极佳的资本市场印象。在管理层外延战略下，公司成功并表巴布亚新几内亚 Simberi 金矿，全球化战略布局步入产量爆破期。预计公司全并表矿产金产量 2026 至 2028 年将达 9/13/20 吨。在全球“去美元化”及央行结构性购金维持高位的宏观牛市支撑下，基于 1000 元/克金价假设，公司 2026 至 2028 年归母净利润预计达 29.4/35.1/44.2 亿元。综上所述，短期超跌蓄势、沪港通入通红利待发、五年产量四倍倍增，多重底层驱动在此极低估值水平下产生强烈交织共振，建议“买入”评级。

风险提示

1、黄金价格波动风险；2、海外项目运营与地缘政治风险；3、成本控制波动风险；4、资源储量与项目开发风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 16.26

注：股价为 2026 年 5 月 29 日收盘价

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

治理蜕变到全球扩张，开启 1 到 N 的量增图景	6
沿革之路：从矿山到现代企业	6
市值韵律：扩张、沉淀与重焕新机	10
灵韵所在：企业特质与地域天赋	10
破旧立新：管理团队的传承与锐变	11
藏富于地：坐拥小秦岭成矿带，金脉绵延	12
成长诗篇：低起点、高弹性与同业对比	23
未来画卷：成长路径与价值澄明	24
金价之潮：周期波动与公司机遇	25
收获轨迹：未来三年的盈利图景	27
风险提示	28

图表目录

图 1：公司历史沿革图	6
图 2：股权结构图（截至 2025 年 12 月 31 日）	7
图 3：公司营业收入演变（单位：亿元、%）	8
图 4：公司归母净利润演变（单位：亿元、%）	8
图 5：公司分产品营业收入占比情况演变（单位：%）	8
图 6：公司各地区收入情况演变（单位：亿元）	8
图 7：公司费用、毛利率及净利率情况演变（单位：亿元、%）	9
图 8：公司负债情况演变（单位：亿元、%）	9
图 9：公司市值和市盈率演变（单位：亿元、%、元/克）	10
图 10：投资布局中的成功印记	12
图 11：中国金矿成矿带分布图	13
图 12：灵宝黄金矿产金及金锭产量（单位：吨）	14
图 13：灵金矿山地理位置分布	15
图 14：红土岭及鸿鑫矿山地理位置分布	15
图 15：河南桐柏矿山地理位置分布图	17
图 16：新疆哈巴河多拉萨依金矿地理位置分布图	18
图 17：新疆哈巴河托库孜巴依金矿地理位置分布图	18
图 18：内蒙古赤峰矿山地理位置分布图	20
图 19：吉国伊斯坦贝尔矿山营业收入变化（单位：亿元）	22
图 20：灵宝黄金与同行业公司市值对比（单位：亿元）	23
图 21：灵宝黄金与同行业公司归母净利润增长率对比（单位：%）	24
图 22：灵宝黄金与同行业公司成本变化率对比（单位：%）	24
图 23：灵宝黄金成本控制举措	24
图 24：灵宝黄金未来规划情况	25
图 25：利率、美元指数与金价（单位：%、美元/盎司）	26

图 26: 央行购金需求变化 (单位: 吨)	26
表 1: 公司管理层更迭及发展战略变更	11
表 2: 公司各分部基本情况梳理 (截至 2025 年 12 月 31 日)	13
表 3: 公司资源及储备情况	14
表 4: 河南灵宝各矿山基本信息 (单位: 吨、克/吨)	16
表 5: 河南桐柏矿山基本信息	17
表 6: 新疆哈巴河各矿山基本信息	19
表 7: 内蒙古赤峰各矿山基本信息	20
表 8: 吉国伊斯坦贝尔各矿山基本信息	21
表 9: Simberi 矿山基本信息	23
表 10: 公司分业务拆分预测	27

治理蜕变到全球扩张，开启 1 到 N 的量增图景

当前节点为何关注灵宝黄金？纵观 A 港股黄金板块，灵宝黄金当前以显著的低估值优势置于同业比较，且近期随板块系统性回调更夯实了其安全边际。公司 2026 年启动的沪港通入通是激活估值重估、引入 A 股增量资金的关键制度红利，虽因入通时点适逢行业周期性回落导致预期传导阶段性受阻，但这仅是外部情绪的短期打断，溢价逻辑并未消失。且展望未来两年，公司正处于治理理顺与产能加速变点的战略拐点。未来两年公司即将迎来产能集中加速放量。

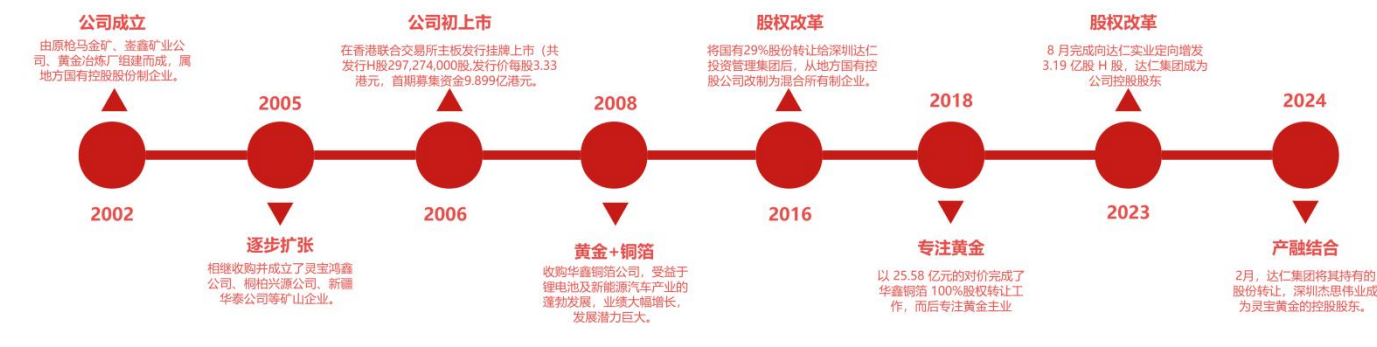
灵宝黄金的发展犹如一场持续的价值沉淀与释放之旅。自 2002 年成立以来，公司从地方资源整合起步，历经混合所有制改革、主业聚焦与财务结构优化，逐步构建起覆盖“资源-冶炼-销售”的完整产业链。2025 年，公司紧抓行业机遇，实现金锭产量约 16.9 吨，营收同比增长 10.76% 至约 131.43 亿元，归母净利润跃升至 15.43 亿元，彰显出强劲的资源运营能力和盈利弹性。其发展轨迹不仅伴随资产规模与股权结构的深刻变迁，也映射出从规模扩张到质量提升的战略演进，如今正步入业绩与市值协同成长的新阶段。

沿革之路：从矿山到现代企业

灵宝黄金是一家覆盖黄金全产业链的矿业企业，业务贯穿勘探、开采、选矿、冶炼与销售，并综合回收银、铜等副产品。公司依托国内河南、新疆、内蒙古及吉尔吉斯共和国的五大矿山基地，以及河南灵宝的冶炼分公司，形成了协同发展的产业布局。产能方面，公司日采选矿石规模达 7000 吨，日处理金精矿能力为 1000 吨，具备年产黄 21 吨、白银近 20 吨、电解铜近 5000 吨及工业硫酸 10 万吨的综合生产能力，构建了从资源到产品的完整产业链条。

公司起步于 2002 年对河南灵宝当地枪马金矿、峇鑫矿业及黄金冶炼厂的整合，初步构建了采选冶一体的业务框架。随后通过收购灵宝鸿鑫、桐柏兴源及新疆华泰等矿山，逐步拓展资源布局。2006 年在港交所上市后，公司借助资本市场加快外延发展，并于 2008 年收购华鑫铜箔，一度尝试业务多元化，但均未实现较大跃升。随后在 2016 年迎来重要转折，公司通过混合所有制改革引入达仁投资，同步剥离铜箔业务、重新聚焦黄金主业。此后股权结构持续优化，2023 年达仁集团成为控股股东，2024 年控股股东进一步变更为深圳杰思伟业，标志着公司步入产融结合与战略协同的新阶段。

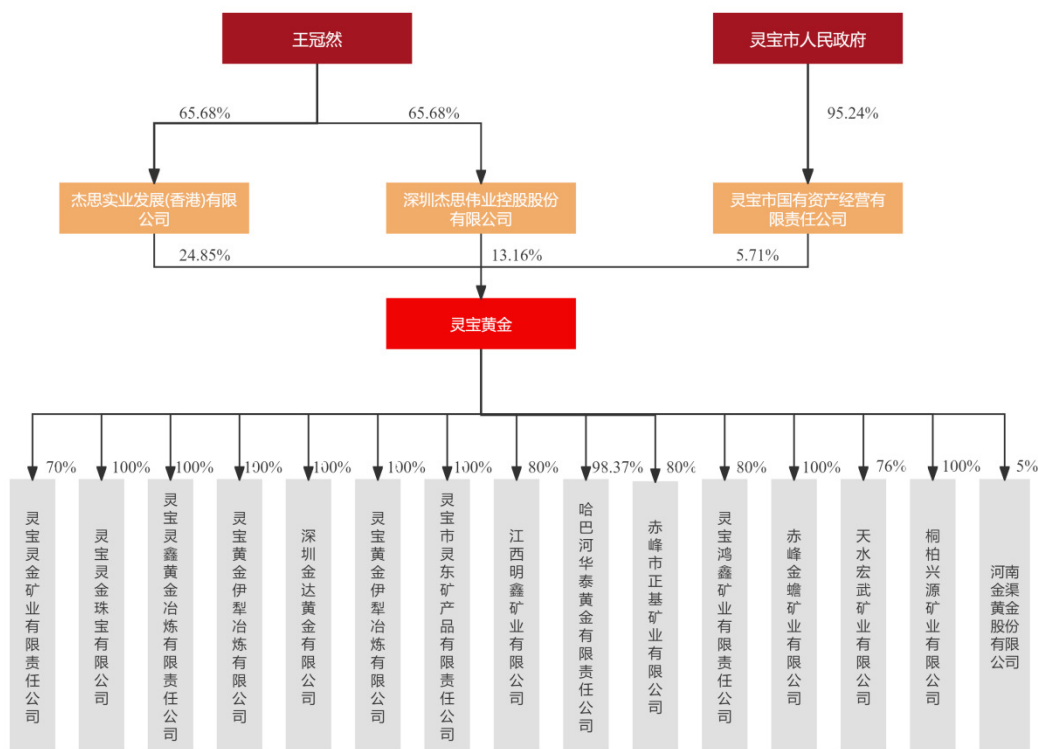
图 1：公司历史沿革图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

灵宝黄金的股权结构演变呈现了从地方国企向市场化混合所有制企业的清晰转型路径。自 2006 年上市之初由灵宝国资控股，公司在 2016 年通过引入达仁集团完成混合所有制改革，随后于 2018 年出售非核心资产聚焦主业。2023 年至 2024 年间，控股权进一步整合至王冠然先生控制的杰思系主体，形成其通过杰思实业（香港）与深圳杰思伟业合计持股约 38%、灵宝国资持股约 5.7% 的稳定格局。2025 年，公司完成内资股转 H 股及新股配售，H 股流通比例提升至 85% 以上，股权结构实现显著市场化与国际化。

图 2：股权结构图（截至 2025 年 12 月 31 日）



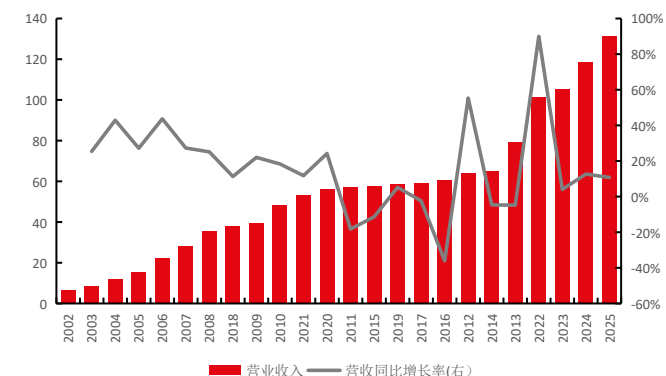
资料来源：Wind，长江证券研究所

财务叙事：数据勾勒发展脉络

自 2006 年上市以来，灵宝黄金的业务结构、营收规模与盈利水平均经历了显著演变。营收表现呈现明显的周期波动特征。上市初期营收稳步增长，2008 年前后受外部环境影响出现波动，2016 年混合所有制改革后进入新一轮成长期，尤其在 2024 年至 2025 年上半年，随着金价上涨与产能释放，营收同比增速显著提升，2025 年上半年收入已接近 80 亿元，创历史同期新高。

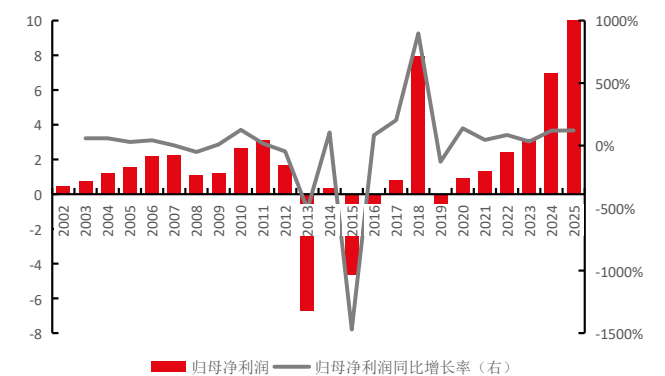
利润端波动性大于营收，尤其归母净利润在 2015 年等行业低谷期曾出现亏损，但后续及时调整，整体重回上升趋势。2023 年以来，伴随金价上行、成本管控强化及冶炼板块扭亏，公司盈利水平大幅改善，2025 年归母净利润约 15.43 亿元，同比增长 121.08%，反映出公司在行业景气周期中较强的业绩弹性与盈利兑现能力。

图 3：公司营业收入演变（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

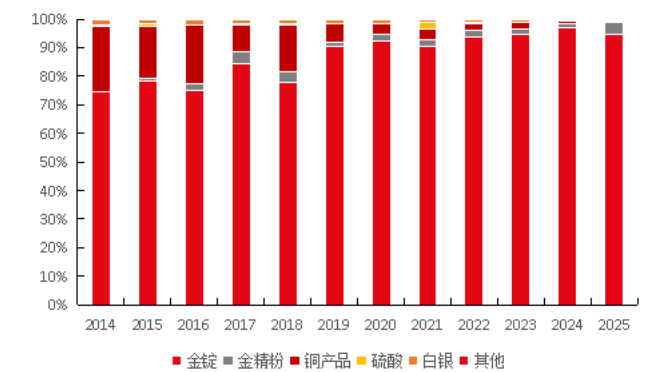
图 4：公司归母净利润演变（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

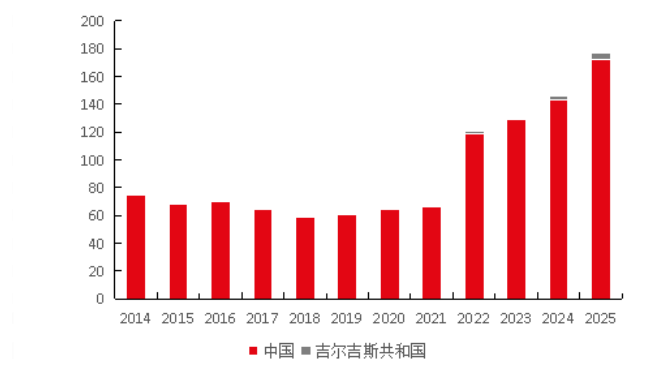
业务方面，公司产品结构持续优化，金锭销售收入占比从2014年的约70%大幅提升至2025年的90%以上，成为绝对核心业务；而金精粉占比相应收缩，铜、银等副产品占比较小且保持相对稳定。市场区域上，营收始终以中国境内为主，同时通过吉国项目保持了少量的海外收入来源。

图 5：公司分产品营业收入占比情况演变（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

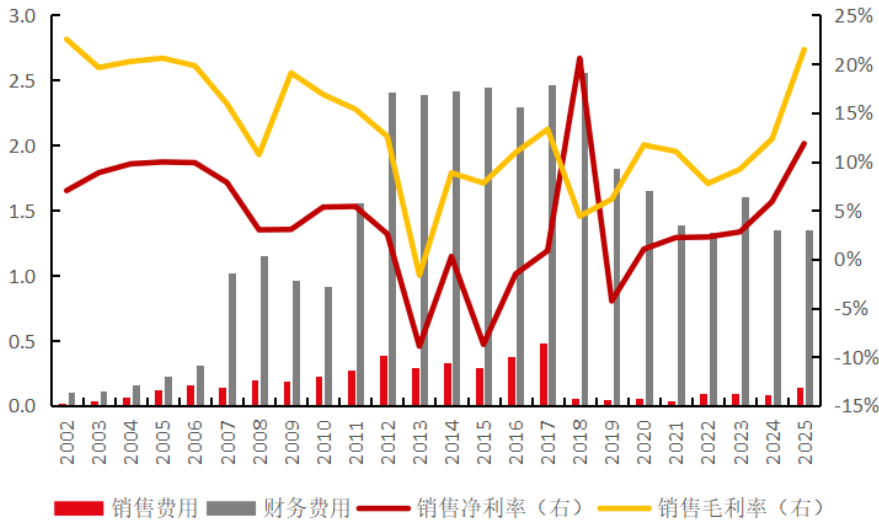
图 6：公司各地区收入情况演变（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力与费用方面，2002-2008年早期阶段，公司处于快速扩张期，收购整合导致成本上升，毛利率与净利率承压下行，同时销售费用与财务费用因市场开拓及并购融资而攀升。随后在2009-2010年金融危机后的金价反弹期，产能释放与费用管控推动毛利率、净利率回升，两项费用亦同步下降。2011-2013年进入行业调整阶段，金价回调与部分矿山运营波动使盈利指标再次回落，销售与财务费用则因市场投入加大及债务扩张持续上升。而后四年随着公司运营优化，毛利率与净利率在波动中逐步修复，费用进入稳定期。**2018年成为关键转折**，剥离铜箔业务虽短暂影响毛利率，但大幅降低了销售费用，随后公司全面聚焦黄金主业，在金价上行周期中，毛利率与净利率呈波动上升趋势，销售费用保持稳定，财务费用通过债务结构优化持续下行，最终推动净利率进入历史高位。

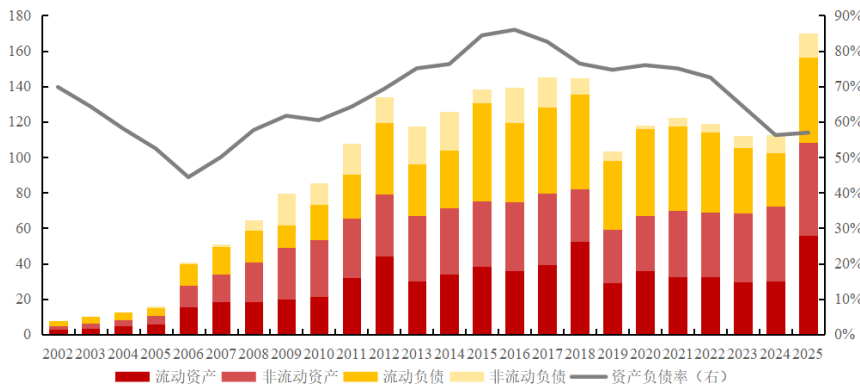
图 7：公司费用、毛利率及净利率情况演变（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

灵宝黄金的资产负债率变动呈现出“下降-上升-持续下降”的三阶段轨迹，深刻反映了其不同发展阶段的融资策略与战略重心。2006 年上市前，公司通过股权融资充实资本，负债率稳步下行。上市后进入快速扩张期，债务驱动的大规模收购与建设推动负债率攀升至高位。2016 年混改后，公司于 2018 年出售非核心资产获得现金并偿还债务，财务杠杆显著降低。此后公司聚焦主业，盈利与现金流改善，并多次通过内资股转 H 股及配售等股权融资夯实资本基础。尽管持续进行资本开支，但在内生盈利与股权融资的共同支撑下，资产负债率已进入系统性下行通道，至 2025 年降至历史低位，标志着财务结构实现了从债务驱动向权益支撑的根本转型。

图 8：公司负债情况演变（单位：亿元、%）



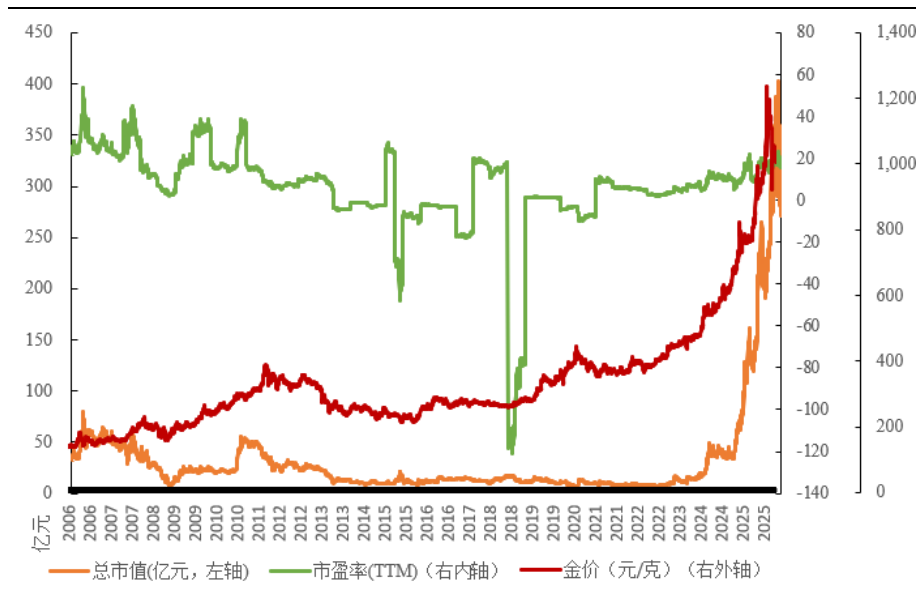
资料来源：Wind，长江证券研究所

市值韵律：扩张、沉淀与重焕新机

公司市值演变历经五个阶段，2006-2008 年上市初期，受全球金融危机冲击及估值回调影响，市值逐步下行；随后两年间在金价反弹与混合所有制改革预期推动下，市值有所修复；2011-2013 年则受金价回落及公司债务负担较重影响，市值再度承压；2014-2023 年，随着公司剥离非核心资产、优化业务结构并逐步释放盈利，市值进入相对平稳的修复阶段；2024 年以来，在金价持续走强及公司业绩大幅增长的驱动下，市值进入快速上升通道。

市盈率走势与此呼应。早期因盈利波动较大，估值起伏显著；2018 年剥离铜箔业务后，盈利来源趋于清晰稳定，市盈率逐步回归理性区间；2023 年后，伴随业绩高速增长与行业景气度提升，估值进入系统性修复与扩张阶段。

图 9：公司市值和市盈率演变（单位：亿元、%、元/克）



资料来源：Wind，长江证券研究所

2024 年后，公司发展迎来多重机遇。一方面，**金价中枢上行**为行业整体创造有利环境；另一方面，**新管理层入驻**有望推动战略进一步聚焦、运营效率提升与资源整合加速，为公司注入新的治理活力与发展动能。在行业景气延续与内部治理优化的双重驱动下，公司有望进入成长质量持续提升的新阶段。

灵韵所在：企业特质与地域天赋

灵宝黄金已蜕变为**机制灵活、资源扎实、成长动能强劲**的市场化主体，正处于价值重估的起点。在**管理层层面**，年轻管理团队入驻，更注重运用**数字化工具**驱动决策与运营，并积极拓展**全球资源视野**与合作网络，以创新、高效的管理模式重塑公司发展动能。在**矿产资源方面**，公司根植于小秦岭这一中国核心黄金成矿带，国内**资源禀赋优良**；通过成功收购 Simberi 等海外在产矿山，初步构建了**国内外协同**的资源格局。在**成长性上**，公司呈现出“**低基数、高弹性**”的鲜明特征，凭借卓越的成本管控与运营效率，在行业上行周期中盈利释放力度显著优于同业。

破旧立新：管理团队的传承与锐变

自 2006 年港股上市以来，灵宝黄金经历了控制权结构与管理层属性从**地方行政主导**向**民营产业资本与专业经理人结合**的根本性演变。上市之初，公司作为典型的地方国有控股企业（灵宝国资持股 51.28%），其管理层风格与决策体系深度嵌入地方经济与行政脉络；**2016 年的混合所有制改革**成为一个**决定性转折点**，深圳达仁集团的入主不仅使公司性质转为混合所有制，更首次将外部市场化资本意志引入治理核心，管理层开始叠加产业运营与资本运作的双重考量，并在 2018 年推动了出售铜箔业务这一聚焦主业的战略性收缩；此后，经过 2023 年至 2024 年的系列股权运作，**控制权最终集中于新生代产业资本代表王冠然手中**，与之同步完成的是管理层的彻底专业化与团队化重塑——兼具深厚矿业经验与国际资本背景。

表 1：公司管理层更迭及发展战略变更

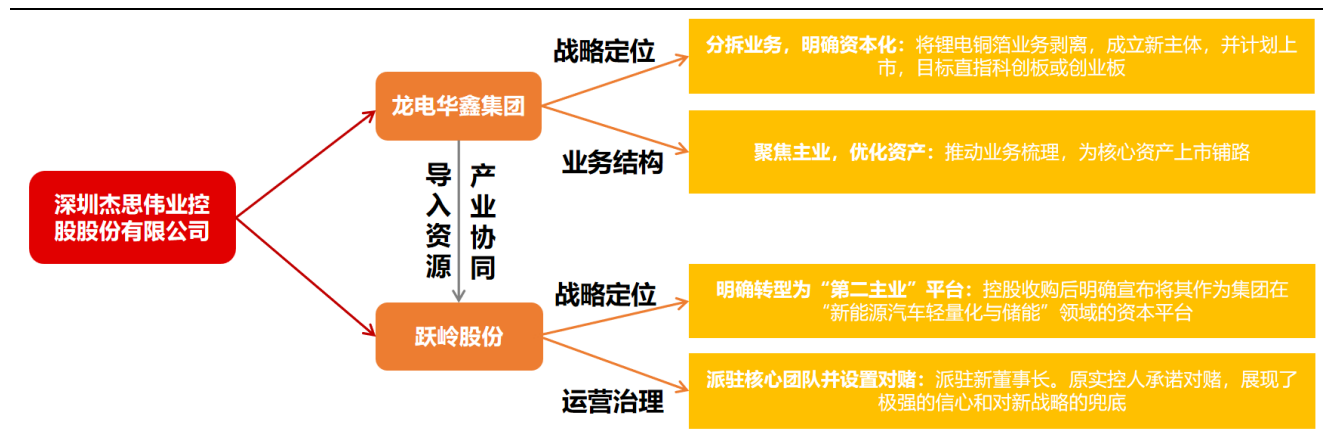
时间段	控制权与核心管理层特点	管理风格与战略转变	对业务的影响
2006-2016 年 (地方国有控股)	管理层主要由具有地方矿业系统工作经验的干部与本土技术骨干构成，团队稳定且偏重生产运营。	风格： 决策流程偏行政化与稳健，管理风格本土化。 战略： 聚焦于既有矿山的运营与维护，战略扩张相对保守，业务地域集中。	确保了传统矿区（如河南小秦岭）的稳定生产，公司是一家增长平稳、业务范围相对固定的地方国有矿业企业。
2017-2023 年 (混合所有制与专业化)	管理层转变为职业经理人与内部资深技术骨干的组合，专业背景深厚。	风格： 高度市场化与结果导向，强调绩效激励与专业化治理。 战略： 核心战略是剥离非核心资产以全面聚焦黄金主业，同时大力推动现有矿山的技改扩能与降本增效，旨在夯实基本盘并提升盈利能力。	完成了重大的资产优化，负债率显著降低，自产金产量和主业盈利能力大幅提升，为战略升级积累了必要的资本与管理经验。
2024 年至今 (民营控股与国际化)	管理层层面控股股东代表深度介入日常管理，团队呈现年轻化特点，并引入了具有国际矿业背景的顾问团队。	风格： 风格更为进取与高效，决策链条缩短，并强调国际化视野。 战略： 战略基调转向积极扩张，明确制定了进入行业前列的量化目标，同步启动大规模海外资源并购，并对内加大投入推动矿山智能化与数字化转型。	公司开启“内外并举”的双轮驱动增长模式，从一家本土矿业公司，转变为积极进行全球资源布局的国际化矿业公司，增长故事全面改写。

资料来源：中国新闻网，长江证券研究所

自 2024 年民营控股股东深度介入并组建新管理层以来，灵宝黄金的公司机制、发展方向与组织活力发生了系统性重构。在机制层面，控股股东代表直接进入核心管理层，打破了以往相对科层化的决策流程，建立了**更扁平、更敏捷且以资本回报为核心的**治理与激励机制。这使得重大战略决策（如海外并购、数字化投入）能够迅速形成共识并执行，同时通过引入更具市场竞争力的薪酬与股权激励，将管理团队利益与股东价值增长深度绑定。**在发展方向上**，新管理层推动公司战略基础从“内生性维护”彻底转向“外延式扩张”。他们设定了明确的、量化的行业排名目标，并同步启动**大规模海外资源并购与国内矿山智能化改造**，这“内外并举”的双轮驱动模式，标志着公司增长逻辑从依赖传统矿区自然增长，转变为通过主动资本运作与技术创新来获取增量资源与效率提升。**在组织活力方面**，管理层结构的“年轻化”与“国际化”改造注入了新的动能。控股股东带来的**前沿产业视野**与国际顾问团队的引入，不仅拓宽了公司的资源评估与并购渠道，更

在公司内部塑造了一种**敢于设定高目标、积极寻求跨界协同**的进取型组织文化，从而全面改写了公司的增长叙事与市场预期。

图 10：投资布局中的成功印记



资料来源：Wind，长江证券研究所

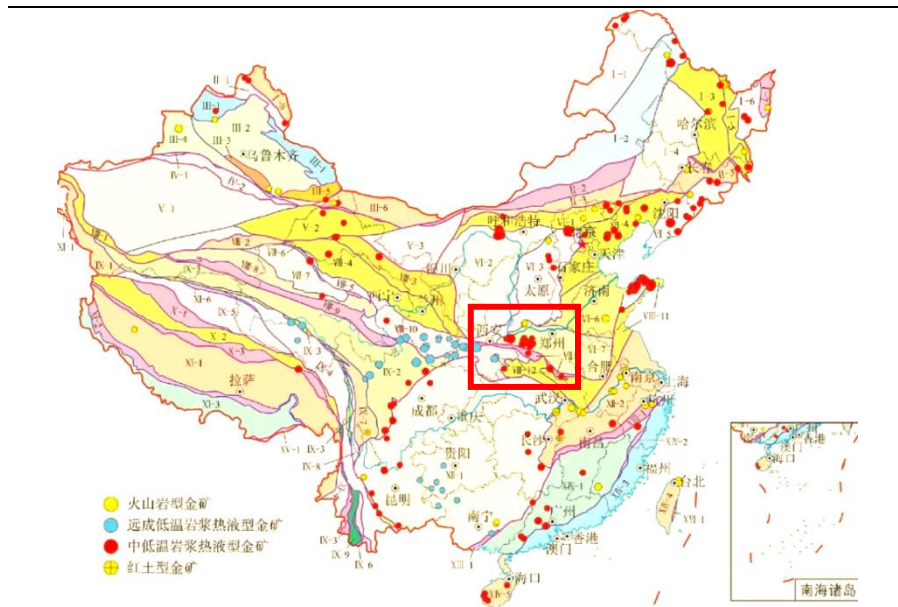
灵宝黄金实际控制人王冠然下的深圳杰思伟业通过对**龙电华鑫集团**与**联岭股份**的案例，系统地验证了新管理层“**战略重塑-资产优化-资本运作**”的投资赋能模式。在龙电华鑫案例中，管理层精准识别其锂电铜箔业务的核心价值，果断实施**业务分拆与独立资本化**操作，将高增长板块剥离并计划推向科创板或创业板，此举不仅聚焦了主业、优化了资产结构，更直接瞄准了股权价值的最大化变现路径。而在控股收购联岭股份后，管理层则展现了**战略性主业重塑**能力，明确将其定位为集团在“新能源汽车轻量化与储能”领域的第二主业平台，并通过**派驻核心团队、设置业绩对赌等强管控手段**，深度介入运营以保障战略转型的落地。

新管理层在投资案例中展现出**主动进行产业整合与战略重塑**的能力，为灵宝黄金的海外拓展奠定了坚实基础。其成功关键在于将“持有资产”转化为“催化资产价值”，依托清晰的产业图谱，系统推进**海外资源并购**。此举不仅是为了获取资产，更是为了构建全球战略布局、实现资源整合。同时，**年轻化的核心团队**带来了更强的冒险精神和对数字化等新运营模式的高接受度，保障海外扩张既能**高效决策**，也能**扎实执行**。

藏富于地：坐拥小秦岭成矿带，金脉绵延

灵宝黄金的核心资源基地——**小秦岭成矿带**，是昆仑-秦岭金成矿域这一横贯中国中部的巨型黄金富集区中资源最密集、开发最成熟的核心之一。这一宏大成矿域在不同时代基底上发育，受多期构造活动影响，形成了丰富的金矿系统，已查明金矿产地达 859 处，其中包括著名的超大型矿床河南灵宝市东闯-金渠金矿。**灵宝黄金正是根植于这一顶级的地质单元**，在小秦岭地区运营着包括灵金、鸿鑫、红土岭在内的多个矿山，其约 136 吨的黄金资源基础与平均 5.56 克/吨以上的矿床品位，直接受益于该区域深厚的成矿潜力，构成了公司进行国内挖潜与海外扩张**最坚实的资源根基**。

图 11：中国金矿成矿带分布图



资料来源：《中低温岩浆热液型金矿床找矿预测地质模型》薛建玲等，长江证券研究所

灵宝黄金已构建起横跨境内外的多元化采选冶一体化生产网络。公司在国内运营着包括河南灵宝南山、桐柏兴源、新疆哈巴河华泰、内蒙古赤峰金蟾等在内的核心矿山，并通过冶炼分公司实现年产黄金 21 吨的规模化精炼。在海外，公司以吉尔吉斯斯坦的吉国富金公司为支点，并于 2025 年 12 月成功收购巴布亚新几内亚的 Simberi 在产金矿，显著增强了其海外大型在产项目的运营能力，形成了国内外协同发展的基地格局。

表 2：公司各分部基本情况梳理（截至 2025 年 12 月 31 日）

序号	公司	业务	归属关系	产能	权益比例
1	冶炼分公司	黄金冶炼	分公司	年产黄金 21 吨、白银近 20 吨、硫酸 10 万吨、电解铜近 5000 吨	100.0%
2	南山分公司	黄金矿山	分公司	选矿厂 3000 吨/天，年产黄金 2.5 吨	100.0%
3	桐柏兴源公司	黄金矿山	子公司	选矿厂 1000 吨/天，年产黄金 1.5 吨	100.0%
4	赤峰金蟾公司	黄金矿山	子公司	选矿厂 500 吨/天，年产黄金 1.5 吨	80.0%
5	哈巴河华泰公司	黄金矿山	子公司	选矿厂 2000 吨/天，年产黄金 1 吨	98.4%
6	吉国富金公司	黄金矿山	子公司	选矿厂 2000 吨/天，年产黄金 1 吨	82.0%
7	圣巴巴拉矿业公司	黄金矿山	子公司	选矿厂 350 万吨/年，2024 年产黄金 1.45 吨	50.0%

资料来源：公司官网，长江证券研究所

资源方面，截至 2025 年年底，公司保有黄金资源总量 148.48 吨，基础稳固。其资源结构呈现“国内压舱、海外增长”的清晰布局：国内资源量约 116.58 吨保障了当前核心产出；海外资源量约 31.9 吨则奠定了未来扩张潜力。从资源可信度看，探明与控制资源量合计约 61.24 吨，为近期开采计划提供了可靠支撑；推断资源量约 17.24 吨，则为中长期资源接续储备了潜力。这一资源体系由公司广泛的矿权组合所保障，是其可持续发展的坚实根基。

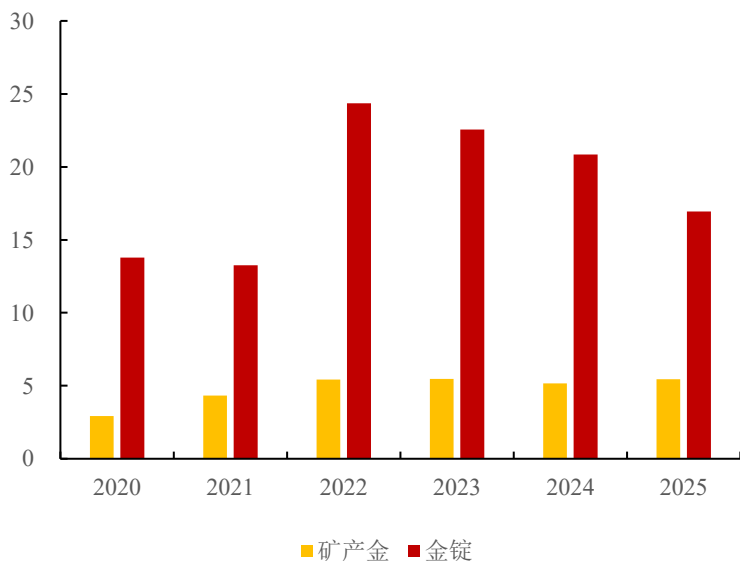
表 3：公司资源及储备情况

年份	储量及资源（吨）	储量及资源（盎司）
2020	39.69	1276033
2021	131.903	4240633
2022	135.079	4342736
2023	137.4	4417346
2024	131.81	4099749
2025	148.48	4773768

资料来源：公司年报，长江证券研究所

灵宝黄金的产量结构近年来发生了显著变化，核心的矿产金产量呈现稳步增长态势。矿产金产量从 2020 年的 4.34 吨逐步提升至 2022 年的 5.48 吨，随后在 2023 年与 2024 年维持在 5.2 吨左右的稳定水平。2025 年，矿产金产量达 5.44 吨。与此同时，公司的金锭产量在 2022 年达到 24.35 吨的高峰后，于 2024 年回调至 20.84 吨，2025 年继续回调至 16.9 吨。公司的业务重心正持续向上游高利润的矿山开采环节聚焦，并优化其产业链布局。

图 12：灵宝黄金矿产金及金锭产量（单位：吨）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

河南灵宝：企业源流，发展基石

灵宝市位于小秦岭东麓，是中国重要的黄金产区，产业地位显著，其黄金产量曾长期位居全国县级前列。在此产业格局中，坐落于此的南山分公司是灵宝黄金的核心生产主体。该公司成立于 2013 年，位于灵宝市朱阳镇，距离灵宝市区 50 公里，西与陕西省洛南县接壤，矿权面积 38.4 平方公里，下辖灵金一矿、二矿、三矿等。分公司采用磨浮工艺，建成日处理 1300 吨的选矿规模，2023 年贡献黄金产量约 2.5 吨，是集团内的产量支柱。

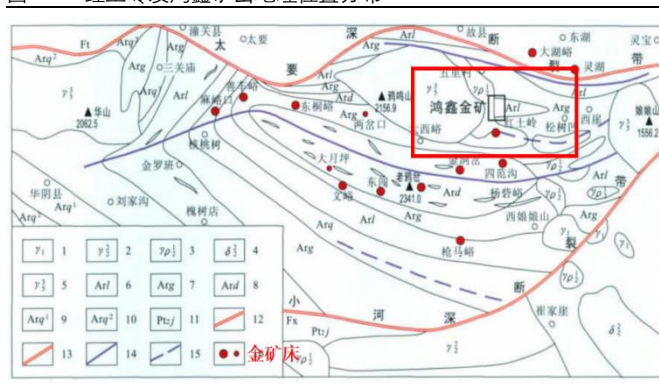
其南山分公司下属矿山资源禀赋与开发阶段呈现差异化特征。其中，灵金一矿作为核心资产，位于朱阳镇枪马村，由原枪马、崆鑫及黑马峪矿区于 2007 年整合而成，整合后矿区面积 18.75 平方公里，设计年处理矿石能力 20 万吨。灵金二矿虽同样显示高品位矿石特征，但总体资源规模较灵金一矿偏小。灵金三矿资源量相对有限，设计年开采规模为 3 万吨，矿区面积 5.56 平方公里，为提升资源储备，已于 2024 年启动生产勘探项目。此外，集团通过子公司运营鸿鑫一矿（设计规模 3 万吨/年，矿区面积 8.66 平方公里）与位于故县镇河西村的红土岭金矿，这两处资产在管理上独立于南山分公司体系，仍处于起步阶段，预计随着勘探工作的展开，资源量与产量也将逐步增加。

图 13: 灵金矿山地理位置分布



资料来源：《灵宝黄金集团股份有限公司灵金一矿矿产资源开采与生态修复方案》，长江证券研究所

图 14: 红土岭及鸿鑫矿山地理位置分布



资料来源：《小秦岭鸿鑫金矿区韧性剪切带 S-C 结构与构造应力场的探讨》林锐华等，长江证券研究所

面向未来，南山分公司的战略规划聚焦资源接续与效能提升。为应对浅部资源递减，其重点方向是深化深部及外围地质勘查，并对开采方案进行系统性优化。同时，分公司正着力推进以机械化、自动化为核心的生产技术升级，例如引入凿岩台车等设备，旨在提升生产效率，并支撑 2026 年达到年产量逐年攀升的运营目标。在集团层面，加强资源勘探已成为统一战略。在此框架下，鸿鑫一矿与红土岭金矿的勘探工作已被整合，实施联合生产勘探及探槽施工项目。该举措依托集团新组建的专业地勘团队与专项资金投入，旨在系统探明新的资源储量，为矿山后续投资与开发提供依据。

表 4：河南灵宝各矿山基本信息（单位：吨、克/吨）

序号	矿山(项目)名称	矿种	单位	探明	控制	推断	采矿权到期日
1	河南灵金一矿	金	矿石量(t)	839,346	1,688,544	2,093,063	2045 年 5 月
		金	品位(g/t)	6.88	6.49	4.88	
		金	金属量(kg)	5,774	10,967	10,215	
2	河南红土岭金矿	金	矿石量(t)	-	116,856	113,120	2028 年 2 月
		金	品位(g/t)	-	4.79	4.75	
		金	金属量(kg)	-	560	537	
3	河南鸿鑫一矿	金	矿石量(t)	-	113,027	36,065	2025 年 11 月
		金	品位(g/t)	-	4.41	3.88	
		金	金属量(kg)	-	499	140	
4	河南灵金二矿	金	矿石量(t)	-	691,058	364,941	2033 年 4 月 (2023 年: 2023 年 4 月)
		金	品位(g/t)	-	7.44	7.42	
		金	金属量(kg)	-	5,144	2,707	
5	河南灵金三矿	金	矿石量(t)	-	126,395	131,354	2019 年 10 月
		金	品位(g/t)	-	5.6	4.62	
		金	金属量(kg)	-	708	607	

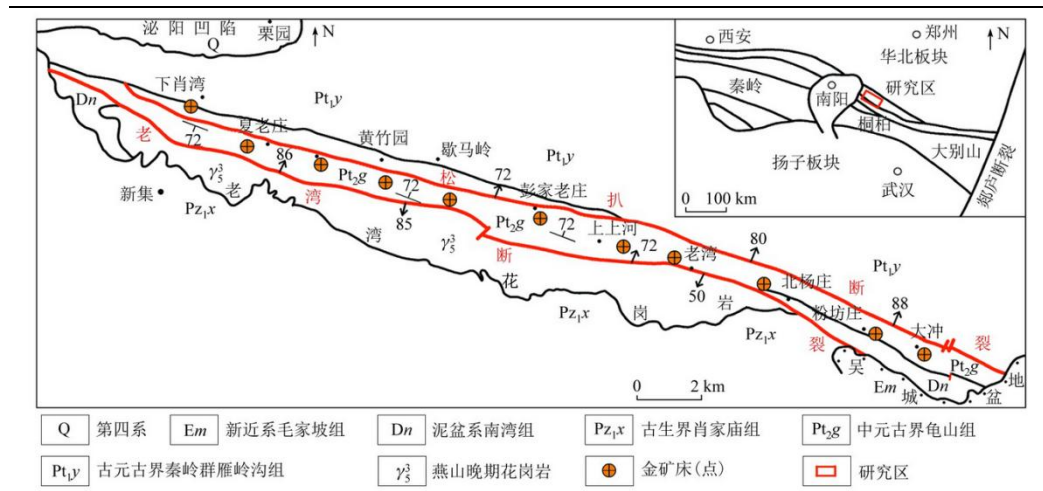
资料来源：公司年报，长江证券研究所

河南桐柏：资源热土，潜力深厚

老湾金矿带位于桐柏山北麓，处于秦岭东西复杂构造带东段，成矿地质条件优越。该区域自 20 世纪 70 年代发现以来，早期勘查仅在浅部建成若干中型矿山，资源已近枯竭。2011 至 2019 年的系统性整装勘查实现了历史性突破，累计施工钻孔 166 个，进尺 11.58 万米，见矿率高达 94%，最终提交金资源量 208 吨，确立了其作为河南省最大独立金矿床的地位。

灵宝黄金集团通过全资子公司**桐柏兴源矿业有限公司**（前身为 1977 年建矿的老湾金矿，2005 年被收购）运营此核心资产。矿区位于河南省南阳市桐柏县城西北方向约 10 公里的淮源镇，由历史上分散的六个矿权整合为一个统一的采矿权，完整涵盖**彭家老庄、上上河、老湾、老湾东等主要矿段**，面积约 8.5 平方公里，开采权有效期至 2040 年 7 月。作为集团“区外开发”的成功典范与国家级绿色矿山，公司采用成熟的磨浮工艺，具备 1300 吨/日的选矿能力，年黄金产量稳定在 1.5 吨以上，是将巨大资源潜力转化为经济效益的关键平台。截至 2025 年 11 月，该矿区在-350 米标高以上已完成符合国际标准（JORC）的资源估算，总黄金/金属资源量已进一步增长至 54.51 吨，证实了其**持续的资源增长潜力与在公司资产组合中的核心地位**。

图 15: 河南桐柏矿山地理位置分布图



资料来源:《河南省桐柏县老湾金矿地球化学特征及深部成矿预测》张宏燕等, 长江证券研究所

通过历时三年的系统勘探, 该矿区不仅在浅部实现了资源增储——在-350 米标高以上的黄金/金属资源总量已跃升至 54.51 吨, 较 2024 年实现了约 73% 的跨越式增长, 一举确立了其作为集团内资源量最大单体矿山的地位。同时, 公司更在深部取得了关键突破, 潜力深厚。矿体在现有开采下限之下仍继续延伸, 并在-1284 米深度揭示出工业矿化, 显示出深部广阔的找矿前景。这一发现为矿山的中长期资源接替提供了可靠依据, 为资源量实现飞跃提供了坚实的基础。

在生产运营与技术应用层面, 该矿区目前依托成熟的单一浮选工艺, 选厂处理规模稳定在 1300 吨/日, 近五年的平均选矿回收率保持在 92.38% 的高水平, 体现了稳定高效的生产能力。基于全新的资源基础, 矿山的后续规划路径明确, 正朝“深化勘探”与“产能扩张”双轨并行: 一方面, 针对-350 米至-1500 米深度的第二阶段钻探计划已正式启动, 旨在将深部勘探潜力系统转化为可采储量; 另一方面, 公司正在同步加快推进资源储量评审备案及新产能的可行性研究等行政与技术工作, 推动选矿系统的规模化扩建, 力争在中期内将老湾金矿打造成为集团旗下年产黄金达数吨级的核心生产基地, 从而实现从资源储备龙头到实际产量与利润支柱的战略转型。

表 5: 河南桐柏矿山基本信息

矿山 (项目) 名称	矿种	单位	探明	控制	推断	采矿权到期日
河南桐柏老湾金矿区	金	矿石量(t)	497,584	4,404,124	7,696,970	2040 年 7 月
	金	品位(g/t)	4.14	4.85	3.96	
	金	金属量(kg)	2,060	21,360	30,480	
	金	品位(g/t)	6.86	7.23	7.69	
	金	金属量(kg)	752	3950	1414	

资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

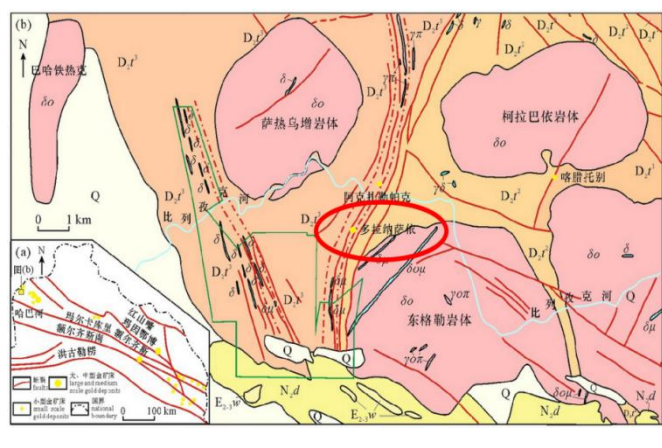
新疆哈巴河：勘探领先，增储可期

新疆哈巴河地区地处阿尔泰成矿省南缘的著名有色金属成矿带，该成矿带作为中亚巨型成矿域的重要组成部分，以盛产金、铜、铅锌等多金属而闻名。哈巴河县及周边地区的金资源储量潜力巨大，常年位居新疆乃至全国重要的黄金资源富集区和生产区之列，是我国西部一个极具战略价值的矿业开发区域。

在此资源富集区，灵宝黄金集团的核心运营平台是哈巴河华泰黄金有限责任公司。该公司为集团全资子公司，自 2004 年成立以来，已建成集采矿、选矿、冶炼于一体的完整产业链。公司目前拥有采矿权面积约 6.12 平方公里，并控制着面积广阔的勘探区与合作探矿区，总范围约 30 平方公里，为持续的资源接替奠定了基础。公司选矿厂设计日处理能力为 2500 吨，具备年产黄金超过 1 吨的稳定生产能力。

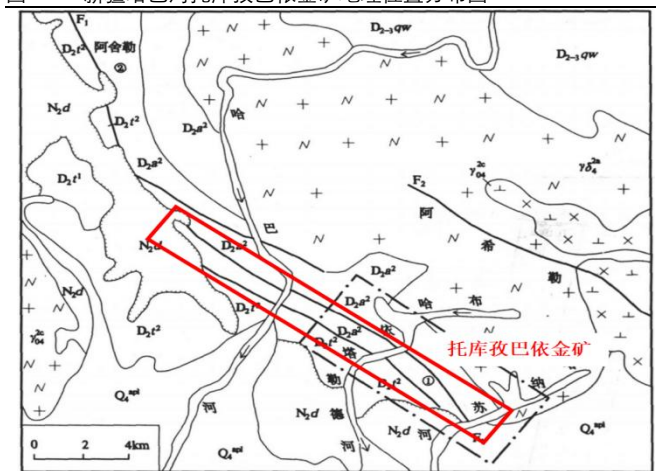
公司当前的生产主要依托于两座在产矿山。多拉纳萨依金矿位于哈巴河县西部，是该区域重要的金矿开采点。托库孜巴依金矿则位于哈巴河县城东北约 18 公里处，大地构造上位于阿尔泰陆缘活动带的西段。两座矿山均位于关键的成矿构造带内，共享区域内优越的成矿地质条件，共同支撑着灵宝黄金在新疆地区的资源与产量基础，是集团国内三大核心区域战略中新疆吉国板块的重要支点。

图 16：新疆哈巴河多拉纳萨依金矿地理位置分布图



资料来源：《新疆阿尔泰多拉纳萨依金矿外围土壤地球化学特征及找矿预测》唐龙元等，长江证券研究所

图 17：新疆哈巴河托库孜巴依金矿地理位置分布图



资料来源：《新疆哈巴河县托库孜巴依金矿地质特征及成因浅析》田晓云等，长江证券研究所

哈巴河主力矿山资源禀赋清晰：多拉纳萨依金矿探明与控制的矿石资源总量约 261.62 万吨，平均品位约 2.22 克/吨，对应黄金/金属量约 5.81 吨；其外围矿段还拥有高品位资源，品位达 5.18 克/吨。另一核心矿山托库孜巴依金矿则显示出更高的矿石品位，其探明与控制资源量约 20.48 万吨，平均品位达 6.58 克/吨，对应黄金/金属量约 1.35 吨；其深部矿体还拥有推断资源量约 31.89 万吨，表明深部仍有持续勘探的潜力。

在最新发展与运营方面，哈巴河华泰公司正以技术创新驱动产能升级。公司已获评为国家级高新技术企业，核心技术为成熟的“全泥氰化、炭浆吸附”选金工艺，并拥有 38 项相关专利。当前的工作重心是对托库孜巴依金矿进行系统性改扩建与外围勘探，该项目的矿产资源开发利用与生态保护修复方案已于 2025 年通过审查，工程涵盖井下系统整合与尾矿库建设等关键环节。

表 6: 新疆哈巴河各矿山基本信息

序号	矿山(项目)名称	矿种	单位	探明	控制	推断	采矿权到期日
1	新疆多拉纳萨依金矿	金	矿石量(t)	453,577	2,162,605	1,627,728	2026年10月
		金	品位(g/t)	2.02	2.26	2.27	
		金	金属量(kg)	915	4,896	3,696	
2	新疆多拉纳萨依金矿深部	金	矿石量(t)	(通过评审备案的 2021年12月31 日资源量已合并到 多拉纳萨依金矿采 矿权内)			2026年10月
		金	品位(g/t)	-	-	-	
		金	金属量(kg)	-	-	-	
		金	矿石量(t)	-	-	129,803	
3	新疆多拉纳萨依金矿外围	金	品位(g/t)	-	-	5.18	2026年10月
		金	金属量(kg)	-	-	672	
		金	矿石量(t)	-	88,259	116,495	
4	新疆托库孜巴依金矿	金	品位(g/t)	-	5.05	7.79	2028年2月
		金	金属量(kg)	-	446	901	
		金	矿石量(t)	-	21,828	318,909	
5	新疆托库孜巴依金矿深部	金	品位(g/t)	-	4.76	4.9	2028年2月
		金	金属量(kg)	-	104	1,563	

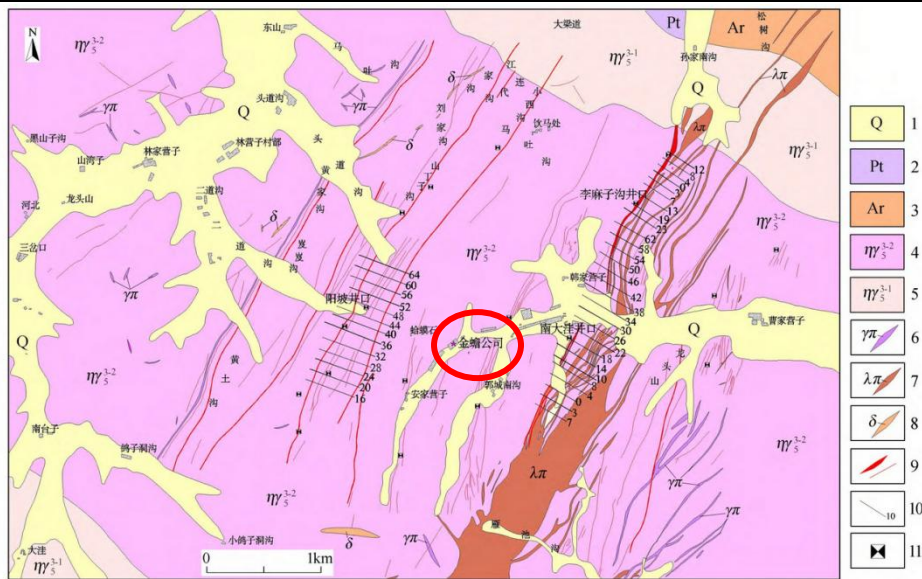
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

内蒙古赤峰: 面积广阔, 潜力待释

赤峰地区的运营由集团全资子公司赤峰金蟾矿业有限公司具体负责, 当前该地块的直接产量贡献虽在公司五大基地中相对较小, 但其最显著的特点是拥有广阔的勘探面积和巨大的增储潜力。赤峰金蟾矿业有限公司的前身为始建于 1975 年的喀喇沁旗大水清金矿, 于 2007 年被灵宝黄金集团整体收购。在生产工艺方面, 公司采用竖井开拓与浮选工艺进行生产, 最终产品为金精粉, 目前已建成日处理矿石 500 吨的选矿规模, 具备年产黄金 300 公斤以上的生产能力。公司所辖的金蟾山矿区位于国内著名的赤峰—朝阳金矿化集中区内, 是该矿集区的重要矿田之一, 具备良好的成矿与找矿潜力。

公司在该区域的核心资产为两座在产矿山。金蟾金矿(或称金蟾山金矿)是主力矿山, 位于华北克拉通北缘, 北部为兴蒙造山带。另一座矿山为水泉沟金矿, 位于喀喇沁旗十家子满族乡长皋村附近, 属于地下开采的小型矿山。这两座矿山共同构成了灵宝黄金在华北地区的关键资源与产量基础, 对于公司拓展并巩固内蒙古区域的布局具有战略意义。

图 18: 内蒙古赤峰矿山地理位置分布图



1—第四系 2—元古界明安山群 3—太古代伙家沟群 4—晚燕山期第二次侵入似斑状二长花岗岩 5—晚燕山期第一次侵入似斑状二长花岗岩 6—花岗岩斑岩 7—流纹斑岩脉 8—闪长岩脉 9—蚀变带 10—勘探线及编号 11—竖井井口

资料来源:《电吸附法在岩石地球化学找矿中的试验及初步效果——以内蒙古赤峰金蟾金矿为例》赵立克等,长江证券研究所

赤峰地块的发展路径契合其“潜力待释”的特点，正由维持性开采向深度挖潜与系统改造过渡。勘探方面，未来工作重心是利用广阔的探矿权面积，将推断资源升级并寻找新的矿体。生产技术方面，公司正对现有生产系统进行技术改造，旨在通过新建和延伸盲竖井等工程，开采原有采区深部资源以维持 6 万吨/年的生产规模，选厂则维持 500 吨/日的浮选处理能力。后续目标是通过持续的深部勘探和系统性技改，盘活现有高品位资源并扩大资源底盘，使该区域从“潜力储备”转化为集团未来重要的产量增长极。

表 7: 内蒙古赤峰各矿山基本信息

序号	矿山(项目)名称	矿种	单位	探明	控制	推断	采矿权到期日
1	内蒙金蟾山金矿	金	矿石量(t)	16,670	485,106	299,638	2031 年 1 月
		金	品位(g/t)	8.4	5	5.03	
		金	金属量(kg)	140	2,424	1,506	
2	内蒙水泉沟金矿	金	矿石量(t)	-	-	746,112	-
		金	品位(g/t)	-	-	10.13	
		金	金属量(kg)	-	-	7,560	

资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

吉国伊斯坦贝尔德：海外支点，稳步开拓

灵宝黄金在吉尔吉斯斯坦的伊斯坦贝尔德地块是其海外战略的核心与首站，由**富金矿业有限公司**运营。该公司是为落实中吉两国“资源换项目”合作，于2007年6月由灵宝黄金、中国路桥等共同出资成立。**该地块资源禀赋优异**，分为主矿段、上部、东部矿区部分，其中主矿段品位突出，平均品位超过11克/吨；整个地块已探明与控制的矿石资源总量约48.4万吨，平均品位约7.5克/吨，对应的黄金/金属量达4.4吨。在生产方面，该矿区采用磨浮与炭浆吸附相结合的选冶工艺，选矿厂设计处理规模为1500吨/日。根据公司2023年运营数据，其实际年产黄金约0.8吨，是目前公司海外产量的主要贡献者，并作为**其在中亚地区进一步拓展与并购的关键平台**。

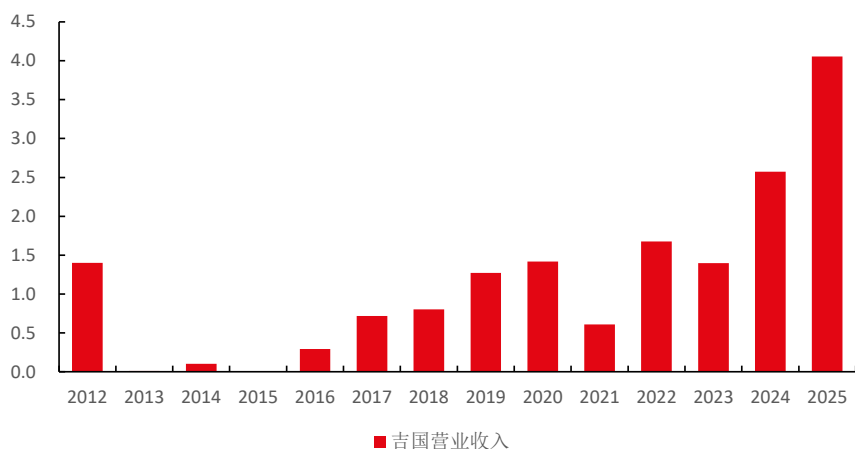
表 8：吉国伊斯坦贝尔各矿山基本信息

序号	矿山（项目）名称	矿种	单位	探明	控制	推断	采矿权到期日
1	吉国伊士坦贝尔德金矿上部	金	矿石量(t)	13,827	470,292	1,362,754	2026年2月
		金	品位(g/t)	12.08	8.94	6.64	
		金	金属量(kg)	167	4,205	9,045	
2	吉国伊士坦贝尔德金矿东部矿区	金	矿石量(t)	-	101,075	1,560,364	2032年12月
		金	品位(g/t)	-	7.96	6.64	
		金	金属量(kg)	-	805	10,359	
3	吉国伊士坦贝尔德金矿	金	矿石量(t)	-	6,228	630,789	2028年12月
		金	品位(g/t)	-	10.92	11.49	
		金	金属量(kg)	-	68	7,250	

资料来源：公司年报，长江证券研究所

伊斯坦贝尔德地块作为灵宝黄金的海外战略支点，**正沿着稳步开拓的路径发展**。在**勘探与资源准备方面**，该地块已探明超过29吨的黄金/金属资源，集团已成立专业地勘团队并保障资金投入，以深化勘探并为扩产奠定基础。在**生产运营与技术应用上**，矿区维持1500吨日的磨浮与炭浆吸附选矿规模。通过优化人员结构，中外员工总数显著精简，有效提升了运营效率，其营业收入在2025年达到约4.06亿元人民币的高位。后续发展目标清晰，该地块不仅是当前稳定的海外产量贡献者，更是集团深耕中亚的桥头堡；公司正凭借其成熟的本地运营体系，**积极寻求并购周边资源规模较大的项目**，旨在通过外延扩张实现海外板块产量的阶梯式增长。

图 19：吉国伊斯坦贝尔矿山营业收入变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

巴布亚新几内亚：成熟在产，接续有期

灵宝黄金近期收购的**圣巴拉矿业公司**的核心资产——Simberi 露天金矿，位于巴布亚新几内亚新爱尔兰省北部的 Tabar 群岛。该区域地处西南太平洋岛弧系统，属于环太平洋成矿带的东段，这一成矿带以富含金、铜等金属矿产而闻名，尤其在新几内亚一所罗门群岛一带分布着多个大型浅成低温热液型金矿系统。

Simberi 金矿自 2008 年投产以来，一直以处理氧化矿石为主，资源基础雄厚。截至最新数据，该矿拥有黄金资源量约 490 万盎司、储量约 260 万盎司；白银资源量约 1270 万盎司、储量约 470 万盎司，**具备显著的扩产与持续开发潜力。**

Simberi 矿拥有雄厚的资源基础，黄金资源量约 153 吨、储量约 81.2 吨、平均品位为 1.4-1.8 g/t，并配套年处理能力 350 万吨的选矿厂。采矿租约已获建议延长至 2038 年，为长期合法运营提供保障。目前矿山主要处理氧化矿，生产可持续至 2027 年，随后将**接续开发硫化矿资源，支撑中长期的稳定产出。**

在运营与后续规划方面，Simberi 2025 年产量约 51168 盎司（1.45 吨），2026 年产量目标设定为 5.4-7 万盎司（1.53-1.98 吨）。矿山已完成预可行性研究，并通过选厂升级、设备改造等措施提升运营效率。同时，项目积极推进海底尾矿排放的环境监测与生态研究，并开展专项复垦工作，致力于**实现可持续开采**。下一步的核心目标是在 2026 财年推动扩产项目的最终投资决策，并持续开展资源钻探与探矿权续期工作。

表 9: Simberi 矿山基本信息

	单位	2024	2025
开采量	千吨	2599	2410
品位	g/t	1.07	1.16
加工量（含库存）	千吨	1858	1919
品位	g/t	1.22	1.16
回收率	%	75	70
产量	盎司	54705	51168
销量	盎司	62058	48354
现金成本	美元/盎司	3431	4271
全维持成本	美元/盎司	3694	4582
平均金价	美元/盎司	3161	4428

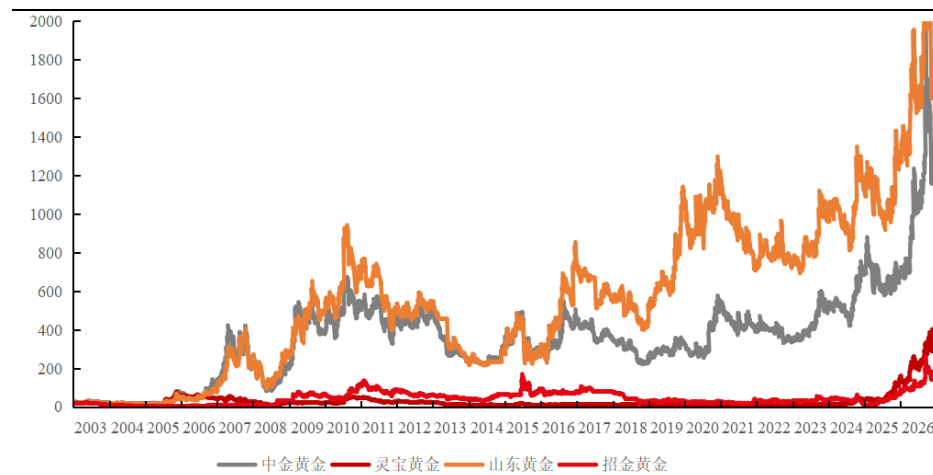
资料来源：公司年报，长江证券研究所

成长诗篇：低起点、高弹性与同业对比

从行业对比来看，灵宝黄金呈现“**规模基数低、增长弹性强**”的鲜明特征。在市值方面，其长期处于 150 亿元以下区间，2025 年才突破 200 亿元，显著低于山东黄金、中金黄金等同业头部企业；矿产金产量亦仅相当于主要竞争对手的 1/3 至 1/2，整体规模位居行业后段。

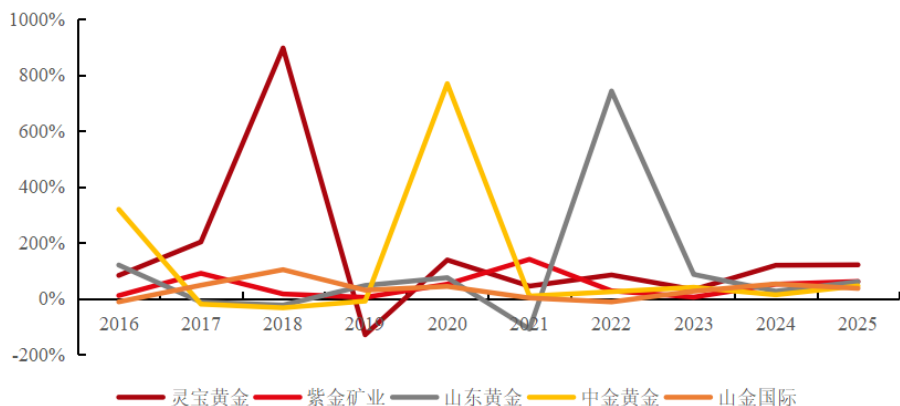
然而，公司在盈利成长性上表现突出：2021-2025 年间，其归母净利润增速多次超过 300%，尤其在 2023-2024 年行业整体增速放缓时，灵宝仍保持超过 150% 的高增长，大幅领先紫金、山东黄金等龙头。这种“低基数、高增速”的态势，既反映其**当前规模较小带来的业绩弹性**，也体现出**通过外延并购（如 Simberi 项目）与运营改善带来的成长动能**，后续若产能与资源储量如期释放，有望在行业景气周期中打开更大的市值与盈利空间。

图 20: 灵宝黄金与同行业公司市值对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

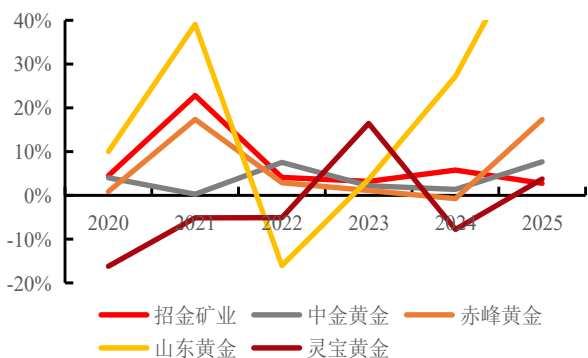
图 21：灵宝黄金与同行业公司归母净利润增长率对比（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

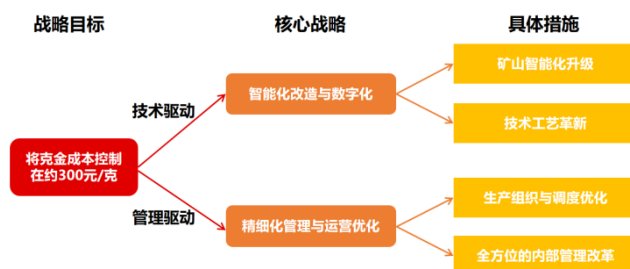
在成本控制方面，灵宝黄金展现出行业领先的管控能力与持续优化的执行力。虽然克金成本仍居于国内黄金公司中高位，但在 2020-2024 年间，公司克金成本变化率持续低于多家同业，尤其在 2022-2024 年行业普遍面临成本上升压力时，灵宝通过系统性举措——包括矿山智能化改造、技术工艺革新与生产运营全流程优化——成功实现成本逆势下降，2024 年成本同比降低约 10%，显著优于山东黄金、中金黄金等企业。这一成效与其明确的“技术+管理”双驱战略紧密相关，公司以“克金成本控制在约 300 元/克”为目标，推动数字化与精细化管理的全面落地，从而在行业成本整体上行周期中仍保持较强的成本竞争力与盈利韧性。

图 22：灵宝黄金与同行业公司成本变化率对比（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：灵宝黄金成本控制举措



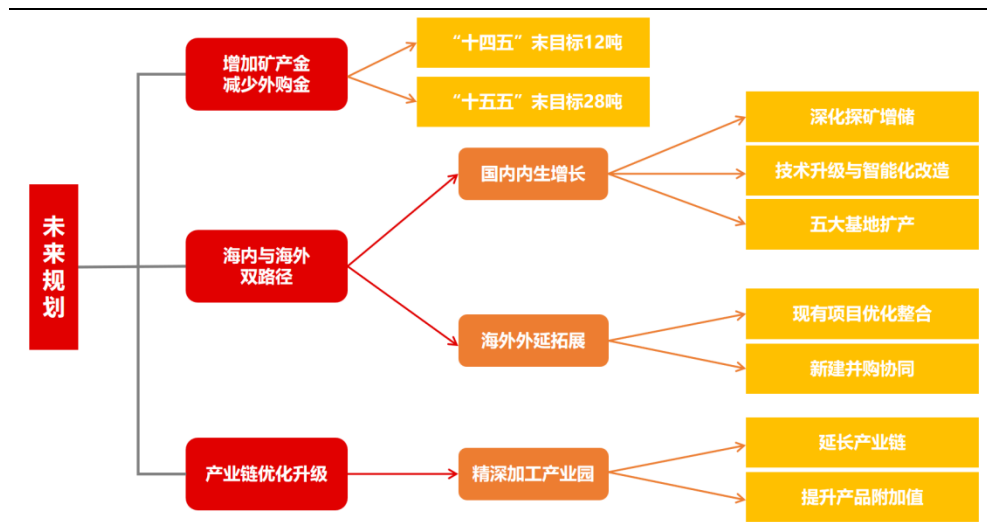
资料来源：公司年报，长江证券研究所

未来画卷：成长路径与价值澄清

灵宝黄金后续的发展核心目标是大幅提升自产矿产金的产量与占比，减少对波动性较大的外购金业务的依赖。其实现路径清晰分为“海内”与“海外”双线推进：在国内，公司依托河南、新疆等五大矿山基地，通过深化探矿、技术改造及智能化升级来挖掘内生潜能，力求在 5 年内保持矿产金年产量 10% 以上的增速。在海外，公司积极实施“走出去”战略，不仅经营已有的吉国富金项目，更在近期计划认购巴布亚新几内亚 Simberi

金矿的控股权，以获取重大资源储量并形成协同效应。同时，公司在建的黄金精深加工产业园已试生产，旨在优化产业链并提升附加值。

图 24：灵宝黄金未来规划情况



资料来源：公司年报，长江证券研究所

金价之潮：周期波动与公司机遇

本轮金价上涨的宏观本质，是传统货币金融因素（利率、美元指数）与更深层的结构性趋势（全球“去美元化”）共同作用的结果。一方面，市场对美联储降息的预期和美元指数的趋势性走弱，通过降低黄金的持有机会成本和提升其相对吸引力，为金价提供了周期性动力。但更核心的驱动力在于结构性转变：美国财政与债务风险加剧、以及地缘政治紧张，正在削弱美元信誉，推动各国央行持续购金以实现储备多元化。这使黄金的货币属性强势回归，其价格在一定程度上已脱离单纯由利率主导的传统框架。展望 2026 年，在“去美元化”这一长期叙事支撑下，加之可能的避险需求，黄金的牛市趋势预计将持续。

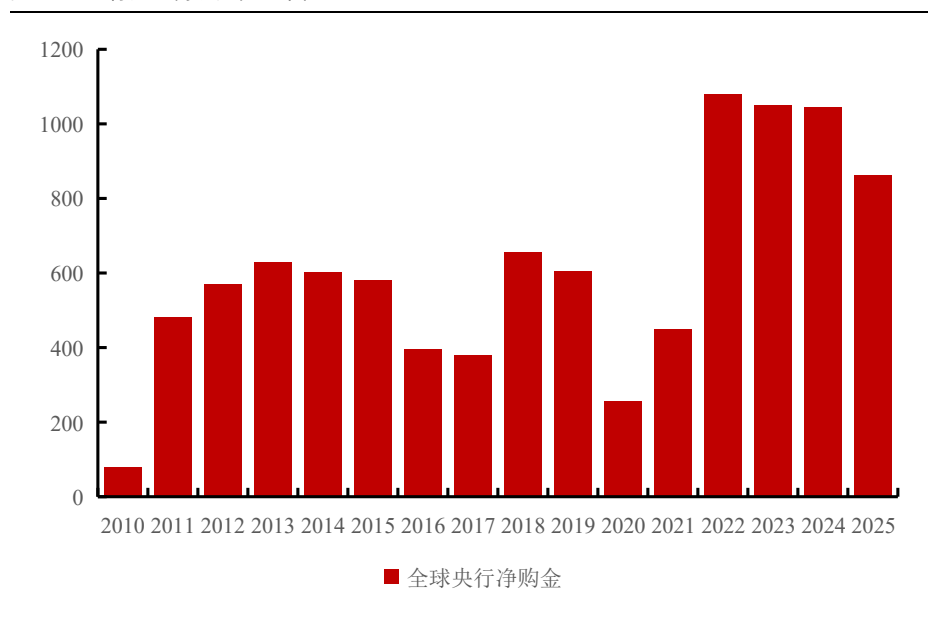
图 25: 利率、美元指数与金价 (单位: %、美元/盎司)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

从资金面供需看, 黄金需求端发生了结构性主导力量的切换。在供给端, 全球矿产金产量受资源与开采周期限制, 年供应量长期稳定在约 3000 至 3500 吨, 变动平缓。然而, 需求端发生了根本性变化, **由投资需求转变为由央行购金需求所主导**。自 2022 年以来, 全球央行年购金量连续突破 1000 吨, 2025 年全年累计购金已达 864 吨, **并推动黄金占全球官方储备资产的比例显著提升**。因此, 相对刚性的供给与央行持续的、结构性的巨量需求构成了黄金市场新的供需格局, 为金价提供了坚实支撑。

图 26: 央行购金需求变化 (单位: 吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

收获轨迹：未来三年的盈利图景

公司核心业务为黄金采选冶，其未来盈利的核心驱动如下：

产量方面，预计 2026-2028 年全并表矿产金产量分别为 9.1/13.3/20.4 吨，增长主要依靠国内主力矿山（如南山、鑫源等）约 15%-20% 的内生稳步增长动力，以及新收购的 Simberi 矿逐步释放产能。由于 Simberi 扩建项目的最终投资决策（FID）推迟，其硫化矿项目预计需到 2028 年方能投产放量，前期主要依靠氧化矿过渡；同期金铤产量（含大量外购金冶炼）预计分别为 21.0/21.5/22.5/28.0 吨，整体保持稳定。

成本方面，伴随南山等主力矿山向地下-800 至-1000 米延伸带来的深部地质通胀压力，叠加新收购的 Simberi 矿前期氧化矿残采阶段单位成本较高，预计集团矿产金加权单位成本将自 2026 年小幅升高，至 2028 年随 Simberi 硫化矿规模效应释放及国内机械化技改全面落地出现回落。预计 2026-2028 年矿产金单位完全成本分别为 398.0/375.9/377.5 克。

售价方面，在全球央行持续购金、地缘政治不确定性及“去美元化”叙事的结构支撑下，或呈现震荡上行格局。2025 年外销金精粉单价约为 704 元/克，金铤单价约为 741 元/克；2026-2028 年基于 1000 元/克的基准假设，外销金精粉单价预计分别达 950/950/950 元克，金铤单价约 1000/1000/1000 元/克。

综合来看，在产量稳健阶梯式增长、成本整体可控、以及宏观金价史诗级高位运行的共同推动下，公司盈利将实现爆发式提升，2026-2028 年预计归母净利润分别为 29.4/35.2/44.2 亿元。

表 10：公司分业务拆分预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
产量	矿产金（吨）	2.9	4.3	5.4	5.5	5.2	5.4	9.1	13.3	20.4
	金铤（吨）	13.8	13.3	24.4	22.6	20.9	16.9	18.5	21.0	29.0
单位成本	矿产金单位成本（元/克）	331.0	314.0	298.0	347.0	310.0	332.0	398.0	375.9	377.5
销售单价	外销金精粉（元/克）	359.3	365.8	381.8	373.9	548.2	700.0	950.0	950.0	950.0
	金铤合计（元/克）	387.2	375.2	390.4	441.4	558.2	750.0	1000.0	1000.0	1000.0
总营业成本（亿元）		49.5	47.4	93.4	95.6	104.0	103.2	140.6	162.0	232.1
总营业收入（亿元）		56.0	53.5	101.8	106.1	121.0	131.4	194.5	225.9	314.5
总毛利（亿元）		6.5	5.9	7.9	9.7	14.6	28.2	53.9	63.9	82.4
毛利率		12%	11%	8%	9%	12%	21%	28%	28%	26%
税前利润（亿元）		1.2	1.7	3.1	4.2	9.1	20.8	44.8	53.3	70.3
净利润（亿元）		0.6	1.2	2.3	2.9	7.0	15.6	32.5	38.7	51.0
归母净利润（亿元）		0.9	1.3	2.4	3.2	7.0	15.4	29.4	35.2	44.2

资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

1、黄金价格波动风险。公司主要产品为黄金，其收入和盈利水平直接受到黄金价格波动的影响。黄金价格受全球宏观经济环境、货币政策（尤其是美联储利率政策）、地缘政治冲突、美元指数走势以及全球央行购金行为等多重复杂因素影响，波动性较强。公司作为价格接受者，若未来金价出现超预期下跌，将对公司收入、毛利率及净利润产生直接的负面影响。

2、海外项目运营与地缘政治风险。公司正积极推进国际化战略，核心海外资产包括吉尔吉斯斯坦的伊斯坦贝尔德金矿及新收购的巴布亚新几内亚 Simberi 金矿。海外运营面临当地政策法规变动、社区关系、工会谈判、环保要求趋严、汇率波动等挑战。特别是 Simberi 矿所在区域可能存在一定的地缘政治不确定性。若海外项目出现运营中断、成本超支、许可延期或地缘政治冲突，将影响项目产量与盈利兑现，并对公司整体业绩造成冲击。

3、成本控制波动风险。一方面，国内部分矿山向深部开采推进，可能导致开采成本上升；海外 Simberi 矿当前现金成本较高，其降本增效计划的成效存在不确定性；另一方面，公司战略上强调技术改造和精细化管理，可能在成本控制上取得一定成效，具有一定下降趋势。若成本控制不及预期，将侵蚀公司在金价上行周期中的盈利弹性。

4、资源储量与项目开发风险。公司未来的产量增长依赖于现有矿山的深部及外围勘探增储，以及新收购项目的顺利开发。地质条件的复杂性可能导致勘探结果不及预期，资源储量存在不确定性。同时，国内矿山技改扩能项目及 Simberi 矿硫化矿开发项目，投资规模大、建设周期长，受技术、审批、供应链等因素影响，存在建设进度延迟或投资超预算的风险，进而影响公司中长期产量增长目标的实现。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。