

## 西藏智匯礦業股份有限公司 IPO 報告分析

### 一、公司概況

#### 1.1 新股基本資訊

- 股份代號：2546.HK
- 全球發售：發行 121,952,000 股 H 股，集資 500-550 百萬港元
- 香港公開發售：發售 12,196,000 股 H 股，占全球發售總量約 10.0%
- 招股價：4.10-4.51 元
- 每手股數：1000 股
- 入場費：4555.48 元
- 公開發售日期：2025 年 12 月 11 日至 2025 年 12 月 16 日
- 分配結果日：2025 年 12 月 17 日
- 暗盤日：2025 年 12 月 18 日
- 上市日期：2025 年 12 月 19 日
- 保薦人：國金證券,邁時資本

#### 1.2 企業簡介

公司為一家礦業公司，專注於中國西藏的鋅、鉛和銅的探礦、採礦、精礦生產及銷售業務。根據上海有色網資料，該公司於 2022 年至 2024 年，以鋅精礦平均年產量、鉛精礦平均年產量、銅精礦平均年產量計，在西藏分別排名第二、第三、第五。該公司主要產品包括欣精礦、鉛精礦和銅精礦，通過專注於採礦及選礦的過程品質和效率，確保精礦均符合行業標準，滿足客戶不同需求，牢固西藏一家活躍及領先廣野公司的地位。

#### 1.3 保薦人情況

##### 國金證券

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
2619.HK	香江電器	-11.89

#### 1.4 同板塊新股

代碼	名稱	首日收盤價	首日收盤漲跌幅(%)
1334.HK	瑞昌國際控股	1.20	14.29

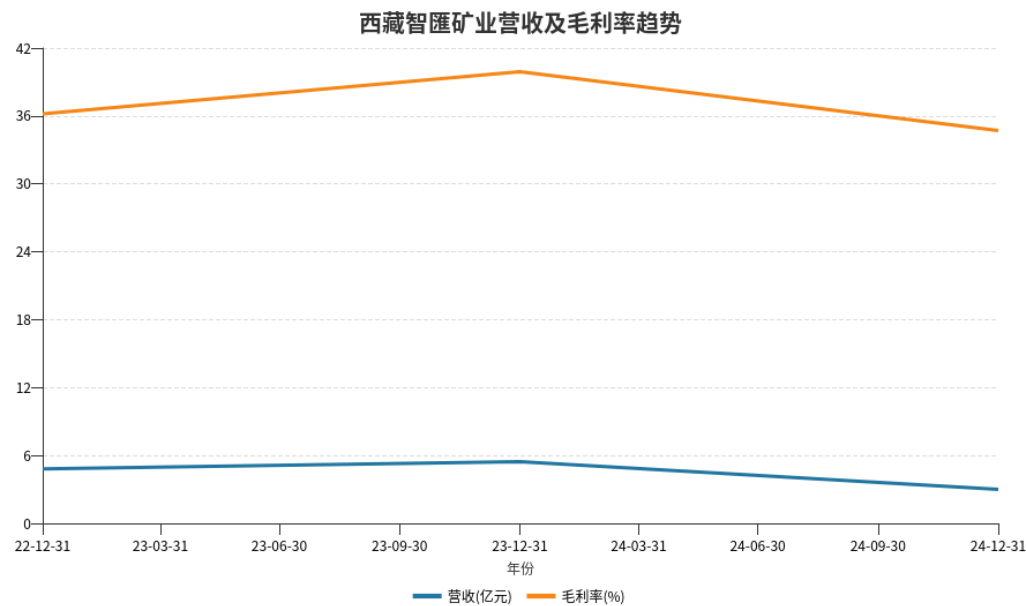
### 二、財務狀況分析

營收規模與增長趨勢

公司 2022 年至 2024 年營業收入分別為 4.82 億元、5.46 億元和 3.01 億元，呈現先升後降趨勢。2023 年營收達峰值後，2024 年大幅下滑 41.2%，主要受產量下降影響（2024 年產量 1.62 萬噸，較 2023 年明顯減少）。但 2025 年 1-7 月產量已回升至 1.29 萬噸，接近 2024 年全年水準，預示 2025 年全年營收有望恢復增長。

盈利能力分析

公司 2022–2024 年毛利率分別為 36.2%、39.9%和 34.7%，整體保持在行業合理區間，但 2024 年有所回落，與營收下滑、單位成本上升或產品結構變化相關。值得注意的是，銅精礦毛利率高達 83.6%，鉛精礦毛利率提升至 53.0%，顯示高品位產品盈利能力突出，若未來銅、鉛產量占比提升，有望帶動整體毛利率回升。



現金流狀況

當前提提供的資料中未包含公司經營活動現金流、投資現金流或籌資現金流的具體資料，無法進行現金流結構與健康度分析。

財務風險評估

公司存在顯著的客戶集中度風險（前五大客戶占比超 80%）和供應商集中度風險（2024 年五大供應商占比 55.0%），若主要客戶或供應商出現經營波動，將對公司的收入確認與成本控制造成直接衝擊。此外，2024 年營收大幅下滑，若未來產能恢復不及預期，可能影響償債能力與融資節奏。

三、行業地位與競爭優勢

西藏地區市場地位

西藏智匯礦業在西藏自治區內具備明確的區域競爭優勢。根據公司披露資訊，其在西藏地區鋅精礦產量排名第五，鉛精礦排名第四，銅精礦排名第五，雖非絕對龍頭，但在高海拔、高寒、交通不便的西藏地區，能穩定維持區域前五地位，體現了其在極端環境下資源開發與運營的執行力。

資源稟賦優勢

公司核心資產位於西藏嘉黎縣蒙亞啊礦場，探礦權面積達 58.5 平方公里，遠超採礦權面積（4.5 平方公里），表明其具備廣闊的資源勘探潛力。公司明確將“提升現有採礦權的勘探投入”作為未來戰略重點，計畫通過先進勘探技術在嘉黎礦區發現更多優質礦藏，若勘探成功，有望顯著延長礦山壽命並提升資源儲量。

公司礦石品位具備競爭力：鋅品位 4.14%、鉛品位 2.99%，高於行業部分低品位礦山；銅品位 0.21%雖不高，但伴生銀達 35 克/噸，具備綜合回收價值。資源儲備年限達地下礦 31 年、露天礦 8 年，為長期穩定生產提供保障。

政策壁壘與准入門檻

西藏作為國家生態屏障和戰略資源儲備區，礦業開發面臨極高的政策准入門檻，包括嚴格的環保審批、生態補償機制、民族地區開發政策等。西藏智匯礦業已在該區域深耕，取得採礦權與探礦權，表明其具備較強的政府關係協調能力與合規運營經驗，構成顯著的政策壁壘優勢。

與同行業公司對比

指標	西藏智匯礦業	馳宏鋅鎳 ( 600497.SH )	盛達資源 ( 000603.SZ )
主營業務	鉛鋅銅精礦開採	鉛鋅礦采選冶煉	鉛鋅礦采選
核心區域	西藏	雲南	內蒙古、甘肅、廣東
2024 年營收	3.01 億元	128.2 億元 ( 2024 年報 )	35.2 億元 ( 2025 年中報 )
資源儲備	探礦權 58.5km²，採礦權 4.5km²	擁有雲南會澤、彝良等大型礦山	擁有赤峰金都、甘肅盛達等礦山
市場地位	西藏區域前五	國內鉛鋅行業龍頭	國內鉛鋅重要生產商

對比可見，西藏智匯礦業在營收規模和資源總量上遠小於馳宏鋅鎳、盛達資源等全國性大型礦業企業，但其核心優勢在於**聚焦西藏高潛力未充分開發區域**，且具備政策准入壁壘。在國家“加強國內資源勘探開發”和“川藏地區資源開發獲政策支援”的背景下（如《百川盈孚》《華泰證券》《國盛證券》等報告均提及），西藏智匯礦業的區域稀缺性價值凸顯。

四、風險因素分析

### 客戶集中度風險

公司前五大客戶合計貢獻 2024 年 81.7% 的銷售收入，客戶集中度雖較 2022 年（93.9%）有所改善，但仍處於極高水準。若主要貿易商客戶因市場波動、資金鏈緊張或轉向其他供應商，將直接導致收入斷崖式下滑。

### 供應商集中度風險

2024 年五大供應商合計占採購額 55.0%，雖較前期下降，但集中度仍較高。若關鍵設備供應商（如鑿岩台車、浮選機等）或能源供應商出現交付延遲或價格波動，將影響公司產能擴張計畫與成本控制。

### 地理位置風險

公司所有資產位於西藏那曲市嘉黎縣，地處高海拔（平均海拔 4500 米以上）、高寒、交通極為不便地區。該區域存在以下風險：

- **物流成本高**：礦產品外運依賴公路運輸，冬季易受冰雪封路影響；
- **人員流動性大**：高海拔環境導致員工招聘難、流失率高；
- **基礎設施薄弱**：電力、通信、供水等配套不足，制約自動化與智慧化升級；
- **極端氣候影響**：2024 年 12 月西藏銅精礦價格資料雖未直接反映公司成本，但區域極端天氣可能影響開採效率。

### 行業週期性風險

公司主營產品鋅、鉛、銅均屬強週期性大宗商品。2025 年 10 月，國產 50% 品位鋅精礦均價為 17,042 元/金屬噸，鉛精礦為 16,581 元/金屬噸，價格受加工費壓縮、冶煉廠原料壓力等影響波動劇烈。銅價雖在 2024 年 12 月 11 日遼寧市場最高價達 65,162 元/金屬噸（25% 品位），但受美聯儲政策、全球製造業需求、庫存結構（如 LME 銅庫存變化）影響顯著。若未來宏觀經濟下行或新能源需求放緩，將直接壓制公司產品價格與盈利能力。

## 五、投資價值評估

### 成長性評估

公司成長性主要依賴三大戰略：

1. **勘探增儲**：計畫加大嘉黎礦區勘探投入，若成功發現新礦體，將顯著提升資源量與礦山壽命；
2. **產能升級**：擬投資鑿岩台車、遙控鏟運機、自動化選礦系統，提升採礦效率與精礦回收率，目標 2030 年前完成井下系統建設；
3. **並購擴張**：擬收購西藏地區高潛力礦產資產，實現資源多元化。

上述戰略與國家“十四五”礦產資源保障戰略、西藏自治區“資源開發與生態保護並重”政策

高度契合。尤其在 2025 年 10 月《百川盈孚》報告指出鋅精礦加工費大幅下跌、進口視窗關閉、國內供應趨緊的背景下，具備自主資源的本土礦企議價能力增強。同時，2025 年 12 月《國盛證券》《國泰海通》等報告均將西藏礦業列為行業關注標的，顯示資本市場對西藏資源標的的認可度提升。

### 投資建議

**謹慎看好，長期關注。**西藏智匯礦業是一家具有顯著區域稀缺性、資源潛力和政策護城河的中小型礦業企業。其核心優勢在於：

- **西藏資源稟賦：**高品位礦石、廣闊探礦權、長期資源儲備；
- **戰略方向清晰：**聚焦勘探、智慧化、並購，符合行業升級趨勢；
- **政策紅利視窗：**國家強化國內銅、鋅、鋰等資源開發，西藏成為重點區域。

但其短期財務表現波動大、客戶集中度高、地理位置風險突出，不適合追求短期穩定回報的投資者。

### 關注要點

1. **2025 年全年產量與營收恢復情況：**2025 年 1-7 月產量已回升至 1.29 萬噸，需關注全年能否恢復至 2023 年水準；
2. **勘探成果公告：**若在嘉黎蒙亞啊礦區公佈新增資源儲量，將是重大催化劑；
3. **設備投資進度：**2025 年下半年是否如期啟動高產能設備採購與智慧化系統部署；
4. **銅價走勢：**銅精礦毛利率高達 83.6%，是公司利潤彈性最大來源，需密切跟蹤 LME 及國內銅價；
5. **客戶結構優化：**是否逐步降低對貿易商依賴，拓展與大型冶煉廠的直供合作。