

佳鑫國際資源投資有限公司 IPO 報告分析

一、公司概況

1.1 新股基本資訊

- 股份代號：3858.HK
- 全球發售：發行 109,808,800 股 H 股，集資 11.9 億港元
- 香港公開發售：發售 10,981,200 股 H 股，占全球發售總量約 10.0%
- 招股價：10.92 元
- 每手股數：400 股
- 入場費：4412.06 元
- 公開發售日期：2025 年 8 月 20 日至 2025 年 8 月 25 日
- 分配結果日：2025 年 8 月 27 日
- 暗盤日：2025 年 8 月 27 日
- 上市日期：2025 年 8 月 28 日
- 保薦人：中金公司

1.2 企業簡介

公司是紮根於哈薩克斯坦的鎢礦公司，專注於開發巴庫塔鎢礦項目，根據弗若斯特沙利文的資料，截至 2024 年 12 月 31 日，那是一個全球最大型三氧化鎢(WO₃)礦產資源量露天鎢礦。根據弗若斯特沙利文的資料，截至 2024 年 12 月 31 日，巴庫塔鎢礦亦是全球第四大 WO₃ 礦產資源量鎢礦（包括露天鎢礦及地下鎢礦），在單一鎢礦中擁有世界上最大的設計鎢礦產能。於往績記錄期，公司主要專注於為巴庫塔鎢礦項目的商業生產作準備。巴庫塔鎢礦項目於 2025 年 4 月開始一期商業生產，2025 年的目標年度採礦及礦物加工能力為 3.3 百萬噸鎢礦石。

1.3 基石投資者

中國信達(香港)資產管理有限公司、新加坡魯銀貿易有限公司、廣發基金管理及廣發國際資產管理、富國香港及富國基金、Zhengxin Group Investment Limited，認購金額合共 7638 萬美元，占比約 50%。

1.4 保薦人情況

中金公司

代碼

名稱

首日收盤價

2591.HK	銀諾醫藥-B	206.48
6887.HK	東陽光藥	299
2590.HK	極智嘉-W	5.36
1304.HK	峰昭科技	16.02
2648.HK	安井食品	-5.00
9678.HK	雲知聲	44.59
6168.HK	週六福	25.00
2050.HK	三花智控	-0.13
3288.HK	海天味業	0.55
2605.HK	METALIGHT	-30.26
2621.HK	手回集團	-18.19
2603.HK	吉宏股份	39.06
2565.HK	派格生物醫藥-B	-25.90
2629.HK	MIRXES-B	28.76
3750.HK	寧德時代	16.43
1333.HK	博雷頓	38.33
3677.HK	正力新能	1.45
6681.HK	腦動極光-B	3.42

1.5 同板塊新股

代碼	名稱	首日收盤價	首日收盤漲跌幅(%)
2610.HK	南山鋁業國際	25.25	-5.08
6676.HK	找鋼集團-W	10.02	0.20

1.6 同業比較

證券簡稱	总收入(2024年報,萬元)	歸屬母公司股東的淨利	PE (25E)	最新	近一月	近三月	
紫金礦業	30,363,995.72	3,205,060.24		12.94	-1.53	10.36	35.68
山東黃金	8,251,799.40	289,868.00			-3.01	0.38	16.51
靈寶黃金	1,186,662.80	69,799.70		10.62	-3.13	12.75	25.71
招金礦業	1,155,068.00	145,079.90		21.26	-3.11	1.58	17.71
赤峰黃金	902,582.18	176,433.97		12.74	-3.15	-0.12	-5.08
中廣核礦業	798,642.08	31,668.81		32.32	2.09	6.55	65.39
中國白銀集團	431,371.40	996.60			-1.10	-10.00	126.13
滄鈦黃金	148,612.84	19,552.04		13.81	-1.02	-3.94	51.88
大唐黃金	65,526.70	5,012.86			3.85	-19.00	29.95
集海資源	49,950.50	10,476.00			3.47	-4.49	20.16
紫金礦業	30,363,995.72	3,205,060.24		12.96	-2.26	4.42	18.41
山東黃金	8,251,799.40	289,868.00		23.12	-1.17	-0.92	4.98
恒邦股份	7,562,873.39	53,671.51		16.49	-0.98	1.68	13.81
中金黃金	6,446,734.03	338,598.85		14.75	-0.97	-5.21	10.05
湖南黃金	2,770,177.39	84,654.36		14.01	-0.94	5.93	10.05
山金國際	1,330,117.96	217,311.49		15.61	-0.22	-5.64	-6.62
赤峰黃金	902,582.18	176,433.97		16.03	-0.98	1.85	-6.48
湖南白銀	825,676.64	16,976.72			-0.60	6.02	42.07
西部黃金	692,080.67	28,955.24		38.83	-0.99	-1.96	16.22
金徽股份	147,405.08	47,696.43		21.18	-2.44	5.83	20.00

二、行業地位與市場表現

2.1 競爭優勢分析

佳鑫國際擁有有利的開發和採礦條件。公司的巴庫塔鎢礦為礦體集中厚實的露天礦，具備良好條件，適合開發及開採。生產成本低。根據弗若斯特沙利文的資料，雖然地下採礦及露天採礦均是鎢礦常用的開採方式，但由於成本效益、高生產率、安全及減輕環境影響等各項因素，露天採礦的生產成本通常較低。地理位置及交通便利。哈薩克斯坦地位於「一帶一路」倡議的核心區域，與中國、俄羅斯及中亞多個國家接壤，地理位置優越。

2.2 優秀的管理團隊

公司擁有一支優秀而穩定的管理團隊，在採礦業平均擁有超過 20 年的豐富經驗。主要職能部門的領導均是具良好教育背景的業內資深人士，擁有國內大型採礦企業的工作經驗，涵蓋採礦、礦物加工、地質、測量、機械、電氣自動化、工業分析、財務管理等多個專業。

三、財務狀況與募資用途

3.1 經營業績分析

截至 2025 年 6 月 30 日止六個月，公司收入為 126 百萬港元，主要來自鎢精礦銷售，標誌著商業化運營取得初步成效，期內虧損。毛利率為 14.2%。

3.2 募集資金用途

根據招股書披露，本次 IPO 募集資金將主要用於：

1. 撥付巴庫塔鎢礦項目開發的資本成本
2. 發展仲鎢酸銨(APT)生產能力
3. 償還部分以歐元計值的銀行貸款的本金總額及應計利息

四、行業前景與發展戰略

4.1 鎢需求趨勢

中國一直是全球最大的鎢供應商，同時亦是鎢產品的最大消費國，需求不斷增長。根據弗若斯特沙利文的資料，預計至 2029 年中國鎢耗用量將達到 6.55 萬噸，2024 年至 2029 年的複合年增長率為 3.4%。中國鎢耗用量的穩定增長主要由於對硬質合金產品的需求不斷增加且中國的冶煉及加工能力提高。由於中國的國內鎢供應受中國政府嚴格監管，近年中國進口鎢的需求亦有增無減。根據弗若斯特沙利文的資料，中國的

進口鎢精礦預期由 2024 年的 1.24 萬噸增至 2029 年的 2.03 萬噸。此外，根據弗若斯特沙利文的資料，全球鎢耗用量預計在 2029 年將達 15.82 萬噸，2024 年至 2029 年的複合年增長率為 4.1%。中國與全球鎢耗用增長率之間的差距進一步加劇中國未來供需失衡，令進口鎢的需求不斷增長。

4.2 公司經營策略

1. 將巴庫塔鎢礦項目投入二期商業生產：巴庫塔鎢礦項目於 2025 年 4 月開始一期商業生產。公司目前的主要目標是於 2027 年第一季度將巴庫塔鎢礦項目投入二期商業生產。
2. 實施並加強公司的商業化計劃：公司預期主要按長期合約向鎢加工商及終端用戶銷售鎢產品，倘存貨過剩，公司計劃將其出售予商品貿易商。公司計劃發展直銷及分銷模式，並以中國為基地滲透全球鎢市場。
3. 持續招聘及培養人才，優化生產技術，提高整體運營效率及資源利用率
4. 開展鎢深加工以生產仲鎢酸銨及碳化鎢：公司計劃就巴庫塔鎢礦項目在現場建立一個垂直整合的加工及精煉廠設施，擴展至鎢精礦以外，生產下游產品，包括仲鎢酸銨及碳化鎢。

五、風險因素與投資建議

5.1 主要風險因素

1. 盈利不確定性：2022-2024 年連續虧損，2025 年上半年仍未實現盈利，需依賴產能持續釋放及鎢價上漲才能扭虧，短期盈利壓力較大。
2. 單一專案依賴：公司業務完全集中於巴庫塔鎢礦，若礦場生產遇阻（如海外政策變化、環保要求升級）或鎢價大幅下跌，將對業績產生重大衝擊。
3. 運營風險：海外專案面臨哈薩克政策、法律及地緣政治風險，供應鏈穩定性及勞動力成本控制難度較高。

5.2 投資價值評估

1. 資源稀缺性：巴庫塔鎢礦作為全球最大型露天鎢礦，資源儲量與開採條件具備長期競爭優勢；
2. 產能釋放潛力：商業生產初期產能逐步爬坡，2025 年下半年至 2026 年有望貢獻規模化收入；

3. 股東協同效應：江西銅業等產業資本的技術與管道支援，或提升運營效率與產品附加值。

5.3 投資建議

公司作為全球最大型露天鎢礦專案的開發者，具備優質資源稟賦和明確的產能釋放路徑，股東背景中江西銅業等產業資本及國有資本的加持為其提供了資源與資金支持，長期成長潛力值得期待。但公司尚處於商業生產初期，短期持續虧損、負債壓力及單一項目依賴等風險顯著，建議投資者密切關注產能爬坡進度、成本控制及鎢價走勢。