

招金矿业（01818）

紫金合璧引潮涌，量跃金山映长流

招金矿业：高潜力金企，三大优势保障领先地位

招金矿业起家于“中国金都”山东招远，目前坐拥 20 余座金矿资产，保有黄金资源量超 1300 吨，在国内金矿企业中位列第三。展望未来，我们认为公司在资源潜力与运营管理上具有 3 大优势，助力公司在金价上行周期中获得领先地位。

（1）管理赋能：与紫金矿业的强强联合。2022 年底紫金矿业以 40.6 亿元收购招金矿业 20% 股份，成为公司第二大股东。紫金矿业作为老牌龙头矿企，具有深厚的矿山运营功底。招金矿业正处资源潜力逐步兑现的高速成长期，紫金的入主有望为招金矿业在资源获取与开采、矿山管理与运营等层面提供加持，助力公司发展得更快、更稳。

（2）产量跃升：海域金矿投产在即。海域金矿为近 20 年全球发现的最大单体金矿，黄金保有资源量超 500 吨，平均品位高达 4.2g/t，资源禀赋优异、综合效益较高。2021 年取得采矿证后，建设工作稳步推进，项目预计于 2025 年投产，达产后可年产黄金 15-20 吨，有望显著增厚公司业绩。

（3）成本优势：优质资源带来的成本壁垒。公司总部拥有的夏甸金矿、大尹格庄金矿等金矿资产在储量、品位上均处于同业领先水平。资源的优质使得这些矿山拥有同行较低的生产成本，伴随近年来金价的上行，公司克金单位利润从 2018 年的 116 元/g 抬升至 2024 年的 355 元/克，不断刷新近年新高。

黄金：多因子持续深化，金价有望攀高

基于黄金的货币属性与金融属性出发，我们认为利好金价的因子仍在持续深化，2025 年黄金价格有望继续上升：

（1）货币属性：中期看，特朗普的关税政策或将增大美国二次通胀风险，黄金抗通胀属性凸显。长期看，美国的债务负担加重与冻结其他国家海外资产的行为不断削弱美元信用，各国央行加速增持黄金，有望持续推升黄金价格中枢。

（2）金融属性：中期看，美元指数或将周期性见顶。近两年美元指数的运行区间在 100-114 之间，2022 年的最高点对应欧洲经济冰点与美元/日元的阶段性高点 147。目前美元指数再度运行至 110 高点，随着美国预期从俄乌冲突抽身，欧洲经济存在修复预期，欧元有望升值；1 月 24 日日本央行加息 25bp，并释放将进一步加息信号。欧元与日元的升值预期加大了美元指数阶段性触顶的概率，美元指数回落有望成为推动金价上涨的因子。长期看，美国进入降息周期，在实际利率框架下有望推升黄金价格。

投资建议：测算 2025-2027 年公司归母净利润为 36.1/46.4/57.6 亿元，对应 PE 为 18.5/14.4/11.6X。选取赤峰黄金、湖南黄金、山金国际、山东黄金为可比公司，计算 2024 年平均 PE 为 32.8X。参考可比公司平均估值水平，考虑招金矿业在资源储量、成本控制、产量增长潜力等方面的竞争优势，兼顾港股存在一定折价。给予招金矿业 2025 年估值 27X，对应目标市值 975 亿元（1048.39 亿港元），目标价 27.5 元（29.6 港币），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：黄金价格波动的风险，产量不及预期的风险，成本大幅增加的风险，测算存在误差的风险，估值结论偏高的风险。

证券研究报告
2025 年 05 月 08 日

投资评级

行业 原材料业/黄金及贵金属

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 18.84 港币

目标价格 29.6 港币

基本数据

港股总股本(百万股) 3,542.39
港股总市值(百万港元) 66,738.69
每股净资产(港元) 4.49
资产负债率(%) 54.03
一年内最高/最低(港元) 20.85/10.08

作者

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523050001
liuyiting@tfzq.com

曾先毅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524060002
zengxianyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 招金矿业：资源实力雄厚的领先金企	4
1.1. 发展历程：起步于北疆大地，快速布局遍及全球	4
1.2. 经营管理：携手紫金，双巨头的深度联合	4
1.3. 财务分析：业务结构持续优化，海外营收注入发展活力	5
2. 存量资源实力雄厚，增量矿山投产在即	7
2.1. 资源端：黄金资源丰厚，市值/资源比处于同业较低水平	7
2.2. 生产端：黄金产量稳居同业前列	8
2.3. 成本端：优质资源保障，成本处于同业较低水平	9
2.4. 增量矿山端：海域金矿投产在即，黄金产量有望迈上新台阶	10
2.4.1. 海域金矿：近 20 年全球最大单体金矿，赋能公司新发展	10
2.4.2. 铁拓矿业：稳步推进，助力“双 H”国际化战略落地	12
2.4.3. 科马洪金矿：非洲矿业布局再下一城	13
3. 黄金：多因子持续深化，金价有望持续攀高	14
3.1. 2024 年金价复盘：地缘动荡叠加降息预期，金价拾级而上	14
3.2. 2025 年金价展望：多因子持续深化，金价仍处上行通道	14
3.2.1. 货币属性——中期定价通胀，长期定价美元信用	15
3.2.2. 金融属性——美元指数面临上行阻力，降息空间打开刺激增量资金流入黄金	17
3.3. 黄金商品与权益的“剪刀差”有望迎来修复	18
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1. 盈利预测	21
4.2. 投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：2021 年招金矿业国内项目分布	4
图 2：公司历史沿革	4
图 3：紫金矿业与招金集团的五大协同	5
图 4：招金矿业营收规模扩大（营收：左轴；增长率：右轴）	6
图 5：招金矿业利润率水平持续提升	6
图 6：近年来费用率持续优化	6
图 7：公司净资产持续增长，资产负债率保持稳定	6
图 8：招金矿业归母净利润逐步回升	6
图 9：招金矿业黄金资源量排名靠前，市值/资源量比显著低于同业公司	8
图 10：公司黄金业务生产情况	8
图 11：招金矿业产量靠前	9
图 12：公司近年来成本与单位利润水平	9
图 13：公司矿产金成本位于可比公司下游	9

图 14: 海域金矿股权结构	10
图 15: 胶西北区域地质图	10
图 16: a.三山岛北部海域金矿-400m 中段水平投影图; b. 30 勘探线剖面图	11
图 17: 阿布贾金矿地理位置	12
图 18: 阿布贾尔加工厂 19 公里内的多个目标区域	13
图 19: 2024 年金价复盘	14
图 20: 美国住房通胀相对稳定	15
图 21: 实际薪资的连续增长支撑了服务消费支出	15
图 22: 2018 年加征关税时的通胀水平与利率调控空间优于当下	15
图 23: 美债规模达到 GDP 比重的 120% (单位: 十亿美元)	16
图 24: 黄金多头持仓自 2023 年起持续跑赢美国长债	16
图 25: 美国利息支出占 GDP 比重攀升 (左轴: 十亿美元, 右轴: %)	16
图 26: 近年来央行购金为黄金需求主要增量 (单位: 吨)	16
图 27: 黄金价格与美国财政赤字率长期正相关	16
图 28: 美元指数运行至周期性高点, 日元与欧元存在升值预期	17
图 29: SPDR 黄金 ETF 持仓看重利率逻辑	18
图 30: 近期 ETF 持仓与金价共振向上 (左轴: SPDR: 吨; 右轴: 金价: 美元/盎司) ...	18
图 31: 2024 年以来内盘黄金股与黄金经历的三个阶段 (左轴: 期货收盘价 (连续): 黄金 (元/克); 右轴: 股价 (元/股))	18
图 32: 2024.8-2024.12, 黄金股与金价背离 (左轴: 期货收盘价 (连续): 黄金 (元/克) 右轴: 股价 (元/股))	19
图 33: 24Q3 起, 市场对主流黄金企业业绩预期的方差明显扩大 (图例为山东黄金业绩预测, 单位: 百万元)	19
图 34: 贵金属指数年均 EPS 自 2020 年后呈现断崖式上升	19
图 35: 贵金属板块市盈率运行在低位 (左轴: %; 右轴: 期货收盘价 (连续): COMEX 黄金 (美元/盎司))	20
表 1: 紫金矿业高管加入招金矿业管理层, 有望带来管理提效	5
表 2: 公司矿山资源情况汇总 (截至 2024 年报, 未包含阿布贾金矿)	7
表 3: 公司金矿资源主力矿山	7
表 4: 招金矿业主营业务预测	21
表 5: 可比公司盈利预测与估值情况 (截至 2025 年 5 月 8 日)	22

1. 招金矿业：资源实力雄厚的领先金企

1.1. 发展历程：起步于北疆大地，快速布局遍及全球

招金矿业是一家集勘探、开采、选矿及冶炼营运于一体，专注于开发黄金产业的综合性黄金生产商和黄金冶炼企业。公司于 2004 年经山东省人民政府批准，由山东招金集团有限公司、上海复星产业投资有限公司、上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司、深圳市广信投资有限公司及上海老庙黄金有限公司共同以发起方式成立，并于 2006 年 12 月 8 日在香港联合交易所有限公司主板上市。

公司位于山东省招远市，黄金资源禀赋优异，区位优势明显。招远市黄金资源约占中国总剩余黄金资源的十分之一，是国内重要的黄金生产基地和民族黄金工业发祥地，被中国黄金协会命名为“中国金都”。

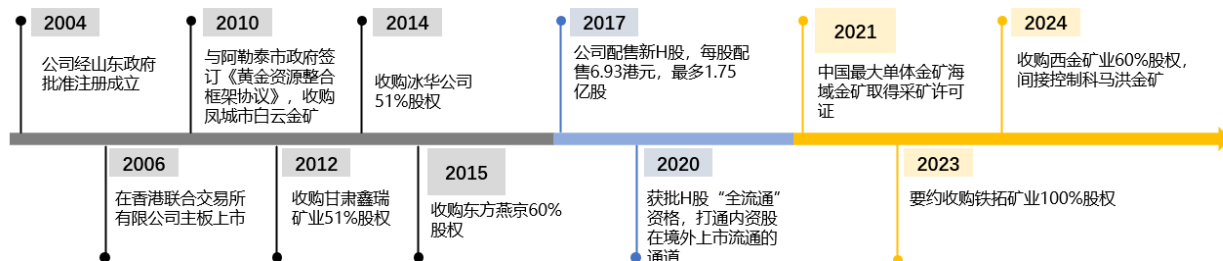
图 1：2021 年招金矿业国内项目分布



资料来源：公司官网，天风证券研究所

起步于广袤北疆大地，快速布局遍及全国及海外。公司核心金矿为蚕庄、夏甸、早子沟、大尹格庄。公司于 2004 年成立招金北疆矿业有限公司，之后十多年间公司开始迅速的国内收购，建成了山东、甘肃、新疆三大产金基地。2015 年后，招金矿业开启海外收购进程，于 2015 年间接持股瑞海矿业并控制海域金矿探矿权，2020 年公司成功获批 H 股“全流通”资格，这标志着内资股在境外上市流通的通道被有效打通，2021 年中国最大单体金矿-海域金矿成功取得采矿许可证，标志公司海域金矿建设迈向新的高度，2023 年要约收购铁拓矿业 100% 股权，2024 年完成西金矿业 60% 股权收购，间接控制科马洪金矿。

图 2：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，中国矿业报公众号，天风证券研究所

1.2. 经营管理：携手紫金，双巨头的深度联合

紫金入主成公司第二大股东，并引入高管团队加入招金管理层。2022 年 11 月，紫金矿业

发布公告，以 40.6 亿元收购招金矿业 20%股份，现已成为公司第二大股东。紫金入主后，招金管理层引入四位紫金矿业高管加入，担任副董事长、执行董事、股东代表监事、财务总监等职位。

表 1：紫金矿业高管加入招金矿业管理层，有望带来管理提效

管理层	现任职务	任职日期	履历
龙翼	副董事长， 非执行董事	2022/11/15	龙先生现任招金矿业非执行董事、副董事长，并任紫金矿业副总裁。历任新疆金宝矿业有限公司副总经理、总经理，新疆阿舍勒铜业股份有限公司总经理，紫金矿业总裁助理兼紫金山金铜矿矿长，紫金矿业安全总监，穆索诺伊矿业有限责任公司总经理，紫金矿业国际事业部总经理，塞尔维亚紫金波尔铜业有限公司总经理等职务。
王培武	执行董事	2024/10/25	王先生历任新疆紫金矿业有限责任公司总经理助理，紫金矿业集团投资部副总经理，甘肃亚特矿业有限公司总经理，崇礼紫金矿业有限责任公司总经理，万城商务东升庙有限责任公司常务副总经理，紫金山金铜矿副矿长等职务。
胡进	股东代表监 事	2022/11/15	胡先生历任紫金山金铜矿环保工段段长、总调度室调度员、监察审计处审计组组长、监察科副科长，山东金泰黄金有限公司监察审计室主任、副总经理，山西紫金矿业有限公司监察审计室主任、总调度长、监事，山东国大黄金股份有限公司副总经理等职务。
尹记文	财务总监	2022/11/30	尹先生历任紫金国际矿业有限公司财务总监；紫金矿业集团西南有限公司财务总监；紫金国际矿业有限公司监事会主席；山西紫金矿业有限公司总经理；洛宁华泰矿业开发有限公司总经理；紫金国际矿业有限公司北京物资分公司经理；中色紫金地质勘查(北京)有限责任公司财务总监等职务。

资料来源：Wind，天风证券研究所

紫金矿业作为全球领先的矿业企业，拥有丰富的矿山运营管理经验。其核心竞争力源于国际化视野、技术创新驱动与全产业链协同能力。公司凭借高效的全球化资源整合能力，深度布局海内外优质矿山，形成勘探、开发、冶炼一体化的产业闭环；其在地质勘查评价、开采技术、低品位难选冶资源综合利用、环保等方面具有行业领先的技术优势和丰富的实践经验；同时，紫金构建了市场化、国际化的管理机制与人才培育体系，通过并购与协同赋能不断强化行业话语权，在周期性波动中展现出强大的抗风险能力与可持续增长潜力，稳居全球黄金及有色金属矿业第一梯队。

图 3：紫金矿业与招金集团的五大协同



资料来源：招金矿业官网，天风证券研究所

紫金矿业入主招金后，以“五大协同”全面赋能招金矿业，有望在资源获取与开采、管理与运营层面为公司发展锦上添花。继海域金矿项目合作后，紫金矿业与公司的再度联手，对于推动招金矿业完善资源布局、优化公司治理结构，推进“双H”战略落地都具有深远的影响。双方将以此次合作为契机，持续增强利用国内国际两个市场的能力，实现优势互补和战略共赢，共同推动黄金产业新发展。

1.3. 财务分析：业务结构持续优化，海外营收注入发展活力

营业收入稳步增加，持续向好。21 年由于山东省展开安全生产排查整治活动，烟台市对其辖区内非煤矿山开展清理整顿工作，致使公司矿山产量下降，年度黄金总产量同比下降

33.58%；22 年公司顺利通过各项安全检查验收，但受疫情影响，部分商务谈判、业务调查等无法正常开展，公司产能未能完全释放；23 年金价上涨，伴随国内经济稳中向好，公司加快生产，产能得到充分释放

规模效应凸显，费用率显著降低。生产成本是矿业公司的核心竞争力之一，自 22 年来，行业龙头紫金矿业成为公司第二大股东，两大公司合作有望产生规模效应，优化管理费用。

图 4：招金矿业营收规模扩大（营收：左轴；增长率：右轴）



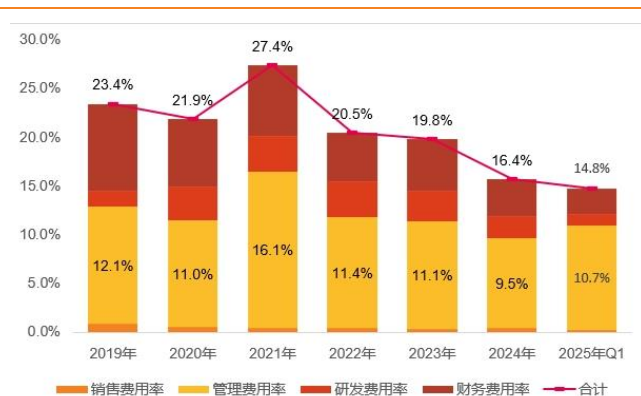
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：招金矿业利润率水平持续提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：近年来费用率持续优化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司净资产持续增长，资产负债率保持稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

长期来看，公司的盈利能力稳定，发展稳健。自 2015 年来，公司围绕“国内一半，国外一半”的战略目标不断收购海外金矿，黄金矿产资源健康持续发展。

图 8：招金矿业归母净利润逐步回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 存量资源实力雄厚，增量矿山投产在即

2.1. 资源端：黄金资源丰厚，市值/资源比处于同业较低水平

招金矿业保有黄金矿产资源量超过 1300 吨，黄金可采储量超过 500 吨。公司在招远地区直接拥有大尹格庄金矿、金翅岭金矿、夏甸金矿、蚕庄金矿、金亭岭矿业等经营性矿山，并在除招远外的其他地区拥有或控制二十余座金矿，业务遍及新疆、甘肃、河北、辽宁等全国主要产金区域。截至 2024 年末，公司保有黄金资源量 1446.16 吨，可采储量 517.54 吨。

2024 年 7 月 2 日公司公告，招金资本完成对铁拓矿业全部股份的要约收购，铁拓矿业的核心资产为阿布贾金矿（持股 88%），截至 2023 年 6 月末，阿布贾金矿资源量合计约 119 吨，可采储量约 42 吨。收购完成后，公司黄金保有资源量达 1304 吨，可采储量达 514 吨，雄厚的金矿资源储备为公司长期的良性发展奠定较好基础。

表 2：公司矿山资源情况汇总（截至 2024 年报，未包含阿布贾金矿）

	单位	探明	控制	探明+控制	推断	证实的	概略的	合计		
各矿山合计	金	矿石量（Mt）	39.47	219.12	258.58	463.63	38.19	132.46	170.65	
		品位（g/t）	3.95	2.17	2.44	1.76	3.62	2.86	3.03	
		金属量（t）	155.77	474.5	630.27	815.89	138.26	379.28	517.54	
	铜	矿石量（Mt）	3.33	7.89	11.22	17.39	3.04	7.34	10.37	
		品位（g/t）	1.03	1.22	1.16	1.02	0.94	1.14	1.08	
		金属量（kt）	34.24	96.39	130.63	177.5	28.5	83.72	112.23	
	属于招金总计	金	矿石量（Mt）	32.76	182.22	216.98	372.34	31.82	113.61	145.43
			品位（g/t）	3.67	2.13	2.36	1.74	3.38	2.77	2.91
			金属量（t）	120.35	392.4	512.75	649.64	107.47	315.13	422.6
铜		矿石量（Mt）	2.64	6.52	9.16	13.91	2.4	6.08	8.49	
		品位（g/t）	1.03	1.24	1.18	1.02	0.94	1.16	1.1	
		金属量（kt）	27.12	80.8	107.93	142.22	22.58	70.48	93.07	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

资源构成看，海域金矿、大尹格庄金矿、阿布贾金矿、夏甸金矿为公司金矿资源主力矿山。四座金矿合计保有黄金资源量 1007 吨，占公司总资源量的 70%；合计保有储量 413 吨，占公司总储量的 80%。其中，瑞海矿业下的海域金矿保有资源量达到 562 吨，独占公司总资源量的 39%，作为万众瞩目的待产金矿，海域金矿的投产有望助力公司金矿生产再上一个台阶，显著增厚公司业绩。

表 3：公司金矿资源主力矿山

	资源量（t）	占总资源量比	储量（t）	占总储量比
瑞海矿业（海域金矿）	562	39%	212	41%
大尹格庄金矿	221	15%	94	18%
阿布贾金矿	119	8%	42	8%
夏甸金矿	104	7%	64	12%
四座矿山合计	1007	70%	413	80%
公司拥有资源合计	1446.16		517.54	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

同业对比看，公司资源储备靠前，市值/资源比位于较低水平。招金矿业的黄金资源量位列国内主要黄金公司第 3，仅次于紫金矿业与山东黄金，优质资源禀赋支撑雄厚的发展潜力。市值/资源量显著低于同业公司，截至 2025 年 4 月 28 日数据，招金矿业市值/黄金资源量比仅 0.5 亿元/吨，显著低于下图样本公司的平均值 1.1 亿元/吨。

图 9：招金矿业黄金资源量排名靠前，市值/资源量比显著低于同业公司



资料来源：各公司公告，wind，天风证券研究所

2.2. 生产端：黄金产量稳居同业前列

近年来公司矿产金产量整体维稳于 20 吨附近。公司的主要产品包括矿产金和加工金，矿产金业务主要指公司下属矿山企业自行开采的金矿石冶炼成的标准金，该业务毛利率较高，是公司主要的收入和利润来源；加工金业务主要集中在金翅岭金矿和甘肃招金贵金属冶炼有限公司，目前拥有超过 2,000 吨/日的金精矿冶炼能力，其中大部分需要外购冶炼金消化。近年来矿产金产量保持相对稳定，加工金产量整体呈下降趋势。

图 10：公司黄金业务生产情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

其中 2021 年公司黄金产量出现了明显下降，主要原因是受 2021 年山东省安全生产大排查大整治、以及烟台市对其辖区范围内非煤矿山开展的清理整顿工作等因素影响，公司埠内矿山在 2021 年出现阶段性停产，影响了当年的黄金生产。2022 年，公司顺利通过各项减产验收，生产经营回归正轨，矿产金产量显著回升。2023 年，公司矿产金总量同比有所下降，公司自有主力矿山则实现产能提升、确保了稳产增产。2024 年，公司矿产金产量 18.34 吨，同比+4.3%；冶炼金产量 8.11 吨，同比+14.1%，生产经营继续向好。

同业对比看，招金矿业的矿产金产量整体稳定于行业前列。2023 年黄金矿产量位于行业第四，仅次于紫金矿业、湖南黄金与山东黄金；2024 公司矿产金产量达 18.34 吨，超过赤峰黄金位于行业第四。后续随着海域金矿和科马洪金矿投产、阿布贾金矿继续爬产，招金矿业的矿产金量有望进一步提升。

图 11：招金矿业产量靠前

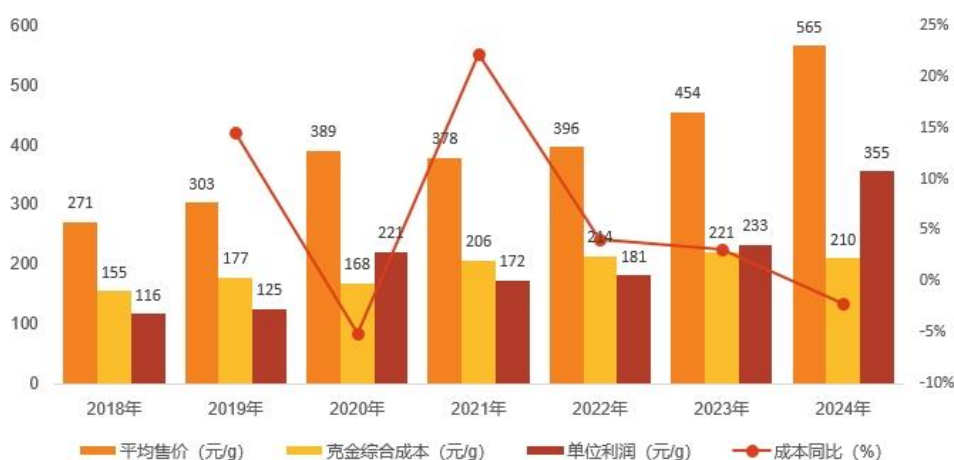


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 成本端：优质资源保障，成本处于同业较低水平

近年来公司克金综合成本中枢有所抬升，2018-2023 年单位成本 CAGR 为 7.4%。2018-2020 年，公司克金成本变化不大，平均克金综合成本约 167 元/g。2021 年受地方监管政策及安全生产检查影响，公司黄金产量有所下降，人工成本与折旧摊销的增加使公司克金成本升高至 206 元/g，较上年增长 22%；2021-2023 年公司平均克金成本整体抬升至 214 元/g 的中枢。2024H1 受益于黄金产量增长与成本费用管控，克金成本较 2023 年有所下降。

图 12：公司近年来成本与单位利润水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

成本涨幅整体可控，单位利润伴随金价上涨大幅增长。2018-2023 年，伴随金价上行，公司黄金平均售价由 271 元/g 上涨至 454 元/g，CAGR 约 10.8%，公司克金单位利润从 2018 年的 116 元/g 抬升至 2023 年的 233 元/g，CAGR 约 14.9%。2024 年，金价持续上行与成本下行推升单位利润升至 355 元/克，创出近年新高。

横向对比，招金矿业的成本管控优秀，克金成本处于同业下游水平。各公司成本自 2018 年以来整体呈上升趋势，但招金矿业的成本管控较为优秀，不仅在绝对水平上处于行业下游，且 2018-2023 年成本 CAGR 仅为 7%。24 年成本出现下降，叠加后续海域金矿投产的成本优势，公司有望持续打开矿产金的盈利空间。

图 13：公司矿产金成本位于可比公司下游



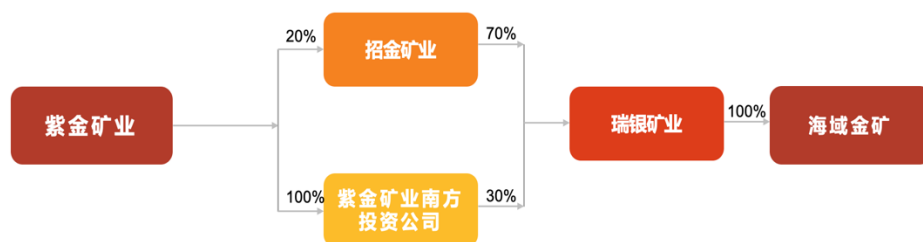
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2.4. 增量矿山端：海域金矿投产在即，黄金产量有望迈上新台阶

2.4.1. 海域金矿：近 20 年全球最大单体金矿，赋能公司新发展

海域金矿由招金矿业与紫金矿业共同持股，紫金优秀的管理能力有望为矿山开采经营提供保障。招金矿业对海域金矿的直接权益为 70%，紫金矿业通过直接和间接的方式持有对海域金矿的权益为 44%。2021 年 7 月 21 日海域金矿已取得采矿许可证，有效期限 15 年。采矿证载生产规模 396 万吨/年，矿区面积 5.828 平方公里，开采深度-60 米至-1956 米。

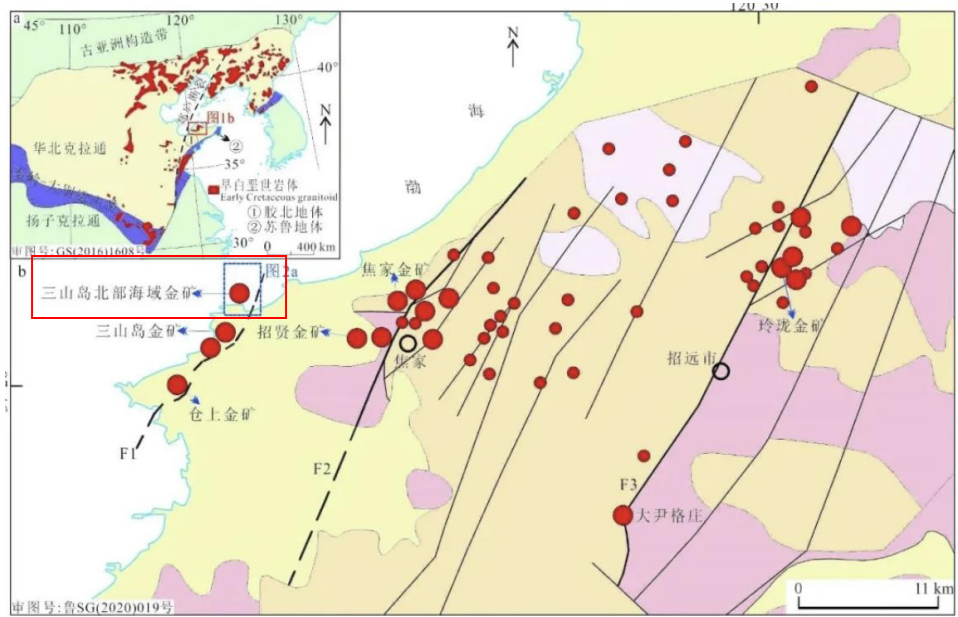
图 14：海域金矿股权结构



资料来源：公司官网、公司公告、证券日报、天风证券研究所

海域金矿位于中国主要黄金成矿带，地理位置优越，深部找矿潜力充足。海域金矿位于胶东地区一级成矿带三山岛——仓上断裂成矿带，是中国最主要的黄金成矿带，周边特、大中型金矿床富集，主矿体赋存主断裂面下的黄铁绢英岩化（花岗质）碎裂岩带内，并严格受其控制，以浸染状或细脉浸染状矿化为主。矿石伴生银、硫、铜、铅、锌等。三山岛北部海域金矿床受东北向三山岛断裂严格控制，单矿体规模大、厚度变化稳定，有用组分分布均匀。向东北向延伸方向、向深部仍具有寻找百吨级金矿的潜力。

图 15：胶西北区域地质图

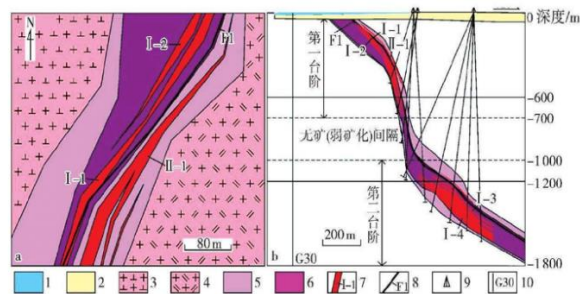


资料来源：山东省地质调查院公众号，天风证券研究所

海域金矿保有资源量大、平均品位远超全国平均水平。截至 2020 年 12 月 31 日，依据 JORC 规范载列之标准，海域金矿保有矿产资源量为 562.37 吨，平均品位高达 4.20 克/吨，远超全国平均水平，为近 20 年来全球发现的最大单体金矿。

开采前景光明，年产量有望达 15 吨以上。海域金矿设计地下开采方式，采选规模为 12,000 吨/日，矿石禀赋好，开采成本低，选矿回收率可达 97%。根据地质报告和近邻三山岛金矿多年开采经验，海域金矿岩体总体稳固性较好，有一定厚度的海底泥质沉积物起到隔水作用和矿体顶板稳定性，为项目开采提供了有利条件。瑞海矿业海域金矿项目建设定位是打造世界一流的绿色安全智能高标准矿山，目标是建成日处理规模 12000 吨以上、年产黄金 15 吨以上的世界级单体黄金矿山。

图 16：a.三山岛北部海域金矿-400m 中段水平投影图；b.30 勘探线剖面图



1. 海水；2. 第四系沉积物；3. 花岗岩闪长岩；4. 二长花岗岩；5. 黄铁矿英岩化花岗岩碎裂岩；6. 黄铁矿英岩化碎裂岩；7. 金矿体及编号；8. 三山岛断裂；9. 钻孔位置；10. 基线及编号。

资料来源：胶东三山岛北部海域金矿地质特征及成矿规律研究_张军进等，天风证券研究所

优异资源带来低廉成本，预期经济效益显著。根据《莱州市瑞海矿业有限公司三山岛北部海域金矿采选工程初步设计书》方案，该项目达产后年均单位矿石采选总成本为 340 元/吨，且矿山开发早期开采高品位矿体（约 6 克/吨），对应克金成本不到 60 元/g。在 2025 年 2 月 19 日约 680 元/g 的金价下，海域金矿单吨毛利有望超过 6 亿元/吨，项目预计将贡献可观的利润。

项目预计于 2025 年投产。海域金矿项目建设总投资约 60 亿元，截至 24 年底已投资约 45 亿元，预计 2025 年建成投产。2024 年 12 月 30 日，瑞海矿业海域金矿“海岳一号、二号”两台 TBM（全断面硬岩隧道掘进机）的研发、引进和同步发车，是全球黄金矿山千米深井首创应用，赋能黄金矿山采掘。截至 2025 年 1 月，海域金矿“五竖一斜”全部贯通，选矿厂、尾矿库等重点设施建设顺利推进，进度和效果都远超预期。海域金矿投产后将显著扩大招金矿业现有产能，提升招金矿业自产金产量，优化现有生产成本，助力招金矿业实

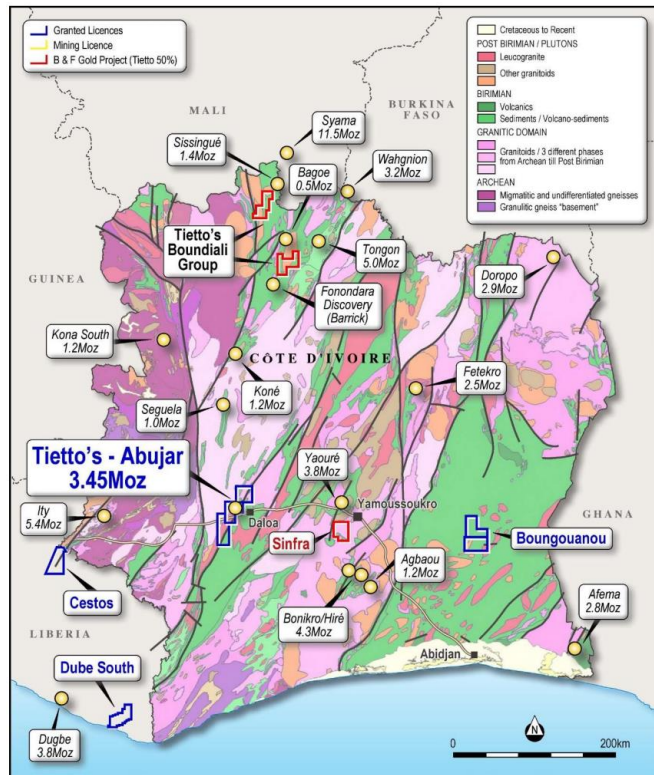
现中长期发展的战略目标。

2.4.2. 铁拓矿业：稳步推进，助力“双 H”国际化战略落地

铁拓矿业是西非最新的黄金生产商，核心矿区为阿布贾尔矿区。铁拓矿业持有阿布贾尔金矿 88% 的股份，科特迪瓦政府持有 10% 干股，剩下 2% 由两名当地合伙人持有。

2024 年 7 月招金矿业完成对铁拓矿业的全资持股。2023 年 10 月 30 日，招金矿业向铁拓矿业提交要约收购声明，并于 2023 年 11 月 13 日开启要约。2024 年 5 月 14 日要约期结束时，招金矿业持有铁拓矿业 90.72% 股权，并于 5 月 24 日开启对剩余目标公司开启强制收购。2024 年 7 月，招金矿业公告已完成对剩余目标公司股份的强制收购，意味着招金矿业对铁拓矿业的全面要约收购顺利落地。至此该收购花费约 5 亿美元，招金矿业取得铁拓矿业所有股份，对阿布贾尔金矿权益为 88%。

图 17：阿布贾尔金矿地理位置



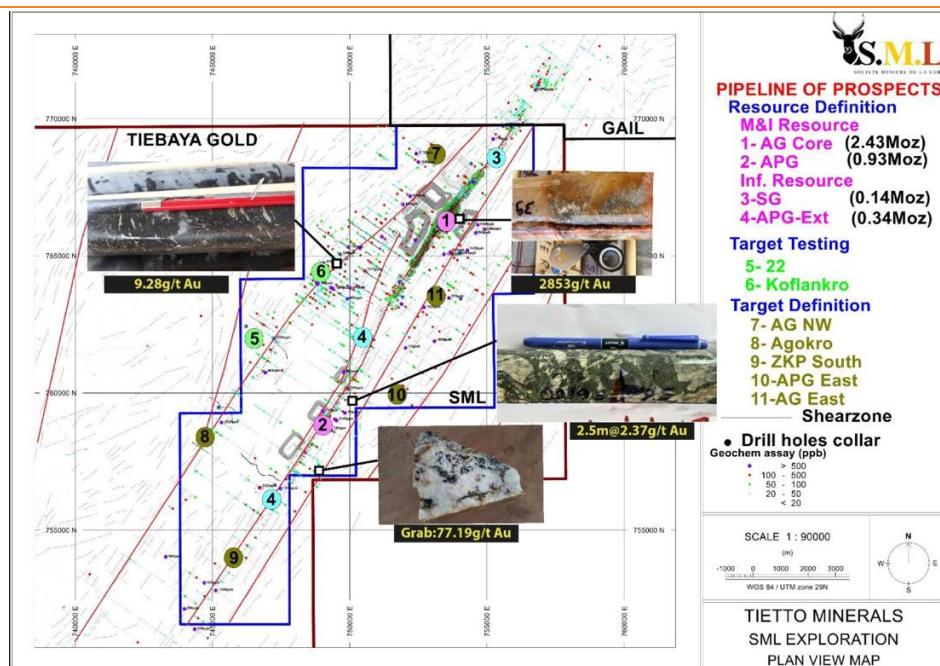
资料来源：TIETTO MINERALS 公告，天风证券研究所

项目所在地矿体禀赋优秀，毗邻核心区域与基础设施。阿布贾尔金矿位于西非科特迪瓦，处于西非克拉通绿岩带韧性剪切带成矿带，具有矿体连续性长、宽度厚、延深大的特征。项目由阿布贾尔南部、阿布贾尔中部和阿布贾尔北部三个连续的矿区组成，面积超过 1114 平方公里，并拥有一条 70 公里长的黄金走廊。项目距离科特迪瓦中西部地区主要城市达洛亚约 30 公里，距离最近的柏油道路及电网仅 15 公里，项目在地理位置上靠近核心区域及当地基础设施，有助于矿山的勘探及开发。

阿布贾尔金矿资源储备丰富，从资源量排序看为招金矿业体内第三大黄金矿山。根据最新排产计划，阿布贾尔金矿保有金资源量 383 万盎司（约 119 吨）、金储量 136 万盎司（约 42 吨），黄金品位为 1.15 克/吨。从资源量看，该金矿为招金矿业体内第三大矿山，仅次于海域金矿（562 吨）和大尹格庄金矿（228 吨）。

阿布贾尔金矿正处爬产期，预计年均产金 5.3 吨，有望助力公司金矿产量再上新台阶。阿布贾尔金矿于 2023 年 1 月首次开采黄金，于 2023 年 7 月份开启商业生产。2023 年产量约 9.4 万盎司，预计在 2023 年起的未来 9 年平均每年产金量可达 17 万盎司（约 5.3 吨）。

图 18：阿布贾尔加工厂 19 公里内的多个目标区域



资料来源：TIETTO MINERALS 官网、天风证券研究所

阿布贾矿区增储空间充足，铁拓矿业正在研究第二座矿山的开采可行性，有望新增黄金产量 2.6 吨/年。目前阿布贾项目只有不到 10% 的面积已被勘探，未来还有较大空间增加资源库存。目前，铁拓矿业正在调查 APG 矿床第二座金矿的可行性，该矿床距离其阿布贾矿区 7 公里，一项范围研究已经确定了堆浸作业的潜力，该作业可在 10 年内额外提供 85 万盎司（约 26.4 吨）黄金产量，平均 2.64 吨/年，目前正在评估中。

2.4.3. 科马洪金矿：非洲矿业布局再下一城

2024 年 6 月，招金矿业其全资附属公司星河创建以 1.8 亿元的总交易价款，完成西金矿业 60% 股权的收购，进而间接控股开发奥德兰公司科马洪金矿。

科马洪金矿位于非洲塞拉利昂，属于近产大型矿山，扩产完成后黄金年产量有望达 2.3 吨。塞拉利昂为中国友好国家，国内局势稳定，黄金矿业开发刚刚起步，前景和空间突出。科马洪金矿各种重要证照齐全有效，基础设施完善，采选设施配套，属于近产大型矿山。根据招金矿业制定的开发规划，下一阶段该项目在具备良好的盈利基础上，采选规模将扩建至 1500 吨/天，年产量达到 5.7 万盎司（2.33 吨）。

科马洪金矿拥有良好的成矿地质构造环境，未来具备较大找矿潜力。根据权威机构报告显示，科马洪金矿矿区面积 100 平方千米，包括 8 个金成矿异常区块，保有资源量矿石量为 494.03 万吨，金金属量 22.46 吨，平均品位 4.55 克/吨。本次收购前的勘探工作主要位于其中 1 个区块，其余 7 个区块工作量较少且显示很好。收购完成后，招金矿业将加大其他区块探矿找矿力度。

该笔收购是招金矿业继收购非洲阿布贾金矿后，扩大其在非洲矿业市场布局的又一战略举措，有利于形成规模效应、协同效应，未来对于招金矿业助力中非共建“一带一路”、打造产业竞争优势以及实现各方合作共赢意义重大。

3. 黄金：多因子持续深化，金价有望持续攀高

3.1. 2024 年金价复盘：地缘动荡叠加降息预期，金价拾级而上

2024 年，COMEX 金由 2067.6 美元/盎司上涨至 2627.5 美元/盎司，年内涨幅 27.08%；沪金由 482.4 元/g 上涨至 616.68 元/g，涨幅 27.84%。

24H1，美国经济数据总体超预期，降息时间表被推迟，但金价表现出强劲的韧性，我们认为主要源于全球地缘政治风险加剧彰显了黄金的避险价值，以及美元信用弱化背景下各国央行持续的购金行为。宏大叙事下，美元实际利率对金价的解释力被弱化。

24H2，市场交易重心来到首次降息与美国大选。8 月 23 日鲍威尔首次表态货币政策发生改变的时机已到，9 月 19 日美联储降息 50bp 至 4.75%-5.00%，超出市场预期；11 月 7 日美联储再次降息 25bp 至 4.50-4.75%，符合市场预期。同时，美国大选对金价亦产生影响，8-10 月市场对大选结果的不确定性与对特朗普上任后通胀预期的提升共同推升金价。11 月 7 日大选落地之后，市场短期资金兑现前期叙事，直至金价回落至 8 月 23 日首次降息预期落地的起始点位。12 月，市场一方面交易地缘冲突升级，另一方面交易美元指数回落，叠加中国央行恢复购金，金价回暖。

图 19：2024 年金价复盘



资料来源：Wind，华尔街见闻公众号，中国黄金网公众号，金融时报公众号等，天风证券研究所

截至 2025 年 2 月 20 日，COMEX 黄金最高涨至 2973.4 美元/盎司，刷新历史新高。

3.2. 2025 年金价展望：多因子持续深化，金价仍处上行通道

基于黄金的货币属性与金融属性出发，我们认为利好金价的因子仍在持续深化，2025 年黄金价格有望继续上升：

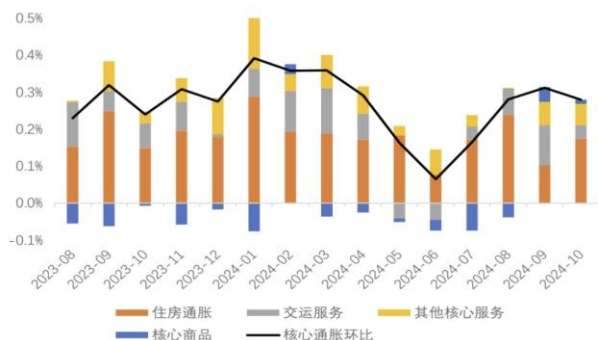
- (1) 货币属性：中期看，一是特朗普在较高通胀环境下仍对主要贸易国加征关税，或将推高美国的原材料成本，并推高通胀；二是美国财政赤字率攀升，其债务货币化的风险使得黄金成为通胀的对冲，黄金抗通胀属性凸显。从更长期看，美国的债务负担加重与冻结其他国家海外资产的行为使得美元信用不断弱化，美元价值稀释，各国央行增持黄金，共同推升黄金价格。
- (2) 金融属性：中期看，美元指数或将周期性见顶。近两年美元指数的运行区间在 100-114 之间，22 年 10 月 114 的最高点对应欧元/美元平价的最低点 0.96（俄乌冲突导致欧洲经济冰点）与美元/日元的阶段性高点 147。站在当下，随着美国预期从俄乌冲突抽身，欧洲经济存在修复预期，欧元有望升值；1 月 24 日日本央行加息 25bp，并释放将进一步加息信号。欧元与日元的升值预期加大了美元指数阶段性触顶的概率，美元指数回落有望成为推动金价上涨的因子。长期看，美国进入降息周期，在实际利率框架下有望推升黄金价格。

3.2.1. 货币属性——中期定价通胀，长期定价美元信用

美国当前通胀水平仍然较高。美国 2025 年 1 月总体 CPI 同比+3%（预期+2.9%），环比+0.5%（预期 0.30%）；核心 CPI 同比+3.3%（预期+3.1%），环比+0.4%（预期 0.30%），超出预期。总体 CPI 与核心 CPI 环比增速皆在 1 月跃升。

结构上看，超核心通胀为主要贡献项，揭示通胀粘性。超核心通胀聚焦于剔除食品、能源和住房后的核心服务通胀，波动性低，更能反映经济的长期通胀趋势。1 月的超核心 CPI 环比+0.76%（车险与休闲服务贡献率高），为 24 年 1 月以来环比最高增幅，揭示出美国通胀的长期粘性。

图 20：美国住房通胀相对稳定



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 21：实际薪资的连续增长支撑了服务消费支出

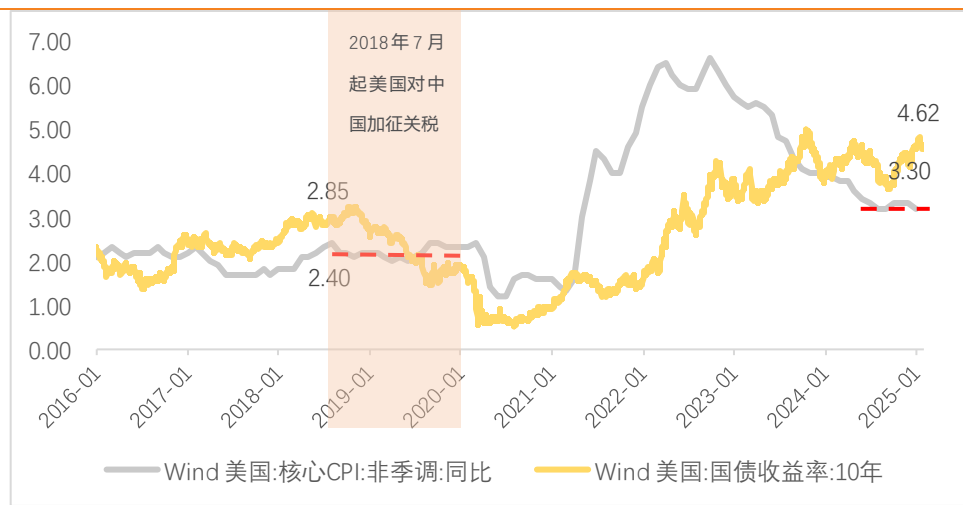


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

在当前通胀粘性较强的背景下，特朗普的政策或将推升通胀水平。2018-2019 年之间，美国对中国主要加征了四轮关税，但就美国核心 CPI 来看，美国加关税的行为似乎并未引发大规模通胀。然而与现在不同的是，彼时的美国处于低利率和低通胀时期，这两者都显著低于当前政府负债时期的水平，当今的美国面临比较粘性的通胀，与操作范围不大的货币政策空间（进一步加息面临更高的付息成本）。

因此，特朗普 2.0 的关税政策或将从三个层面推升通胀水平，从而利好黄金价格：一是关税冲击，根据美国零售协会预测，特朗普上任后通过关税对可贸易部门的直接冲击将会对核心商品价格带来 10% 左右提升；二是限制移民对低技能服务业造成供给冲击，或将抬高薪资水平推升通胀；三是特朗普政府对于减税和增加财政支出的承诺，带来通胀的可能性。

图 22：2018 年加征关税时的通胀水平与利率调控空间优于当下

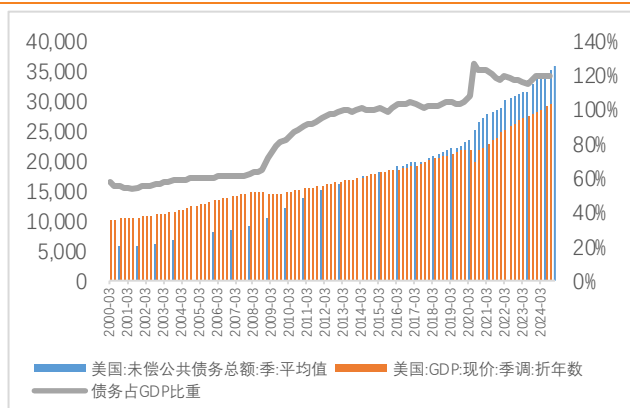


资料来源：Wind，天风证券研究所

从更长期看，美元信用弱化的叙事依然完备，从美元价值稀释的角度仍然利好黄金价格上行。截至 2025 年 2 月 19 日，美国未偿债务总额达到 36.2 万亿美元，整体债务规模占 2024 年 GDP 的比重达到 121%，2023 年美国利息支出占 GDP 的比重持续攀升至 2.41%。2023 年以来，配置黄金的多头仓位整体跑赢美国长债的多头仓位。我们认为，在美元信用弱化

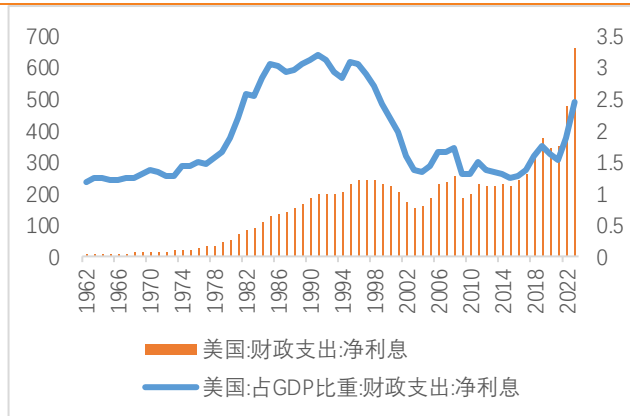
的背景下，各国央行的增持与长期配置美债的资金溢出有望给予金价上行动力。

图 23：美债规模达到 GDP 比重的 120%（单位：十亿美元）



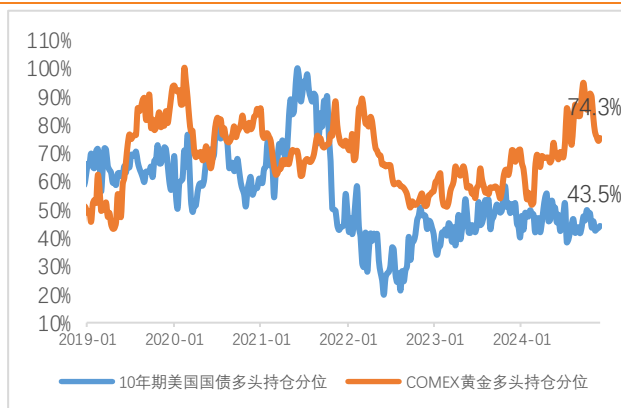
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：美国利息支出占 GDP 比重攀升（左轴：十亿美元，右轴：%）



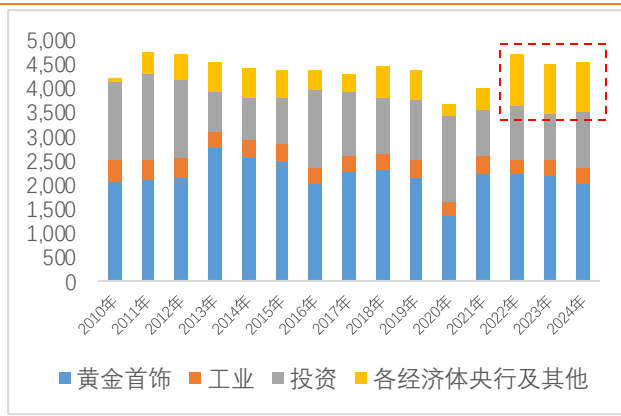
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：黄金多头持仓自 2023 年起持续跑赢美国长债



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：近年来央行购金为黄金需求主要增量（单位：吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，黄金与美国政府赤字率的长期正相关关系亦是黄金对抗美元价值稀释的一种体现。这种正相关关系一方面反映了货币贬值预期与通胀对冲，体现出黄金对抗债务货币化风险；另一方面反映了主权信用风险溢价，美国债务/GDP 比从 2000 年的 54% 升至 2023 年的 121%，IMF 预计这一比值在 2032 年将超过 140%。

图 27：黄金价格与美国财政赤字率长期正相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

2025 年美国财政赤字率能否走低具有不确定性。美国国会预算办公室预计 2025 财年美国联邦预算赤字将达 1.865 万亿美元，占 GDP 的 6.2%。IMF 预计 2025 年美国经济增长将放缓至 1.9%，若政府为刺激经济采取进一步的财政刺激措施，或将推动财政赤字率上升。

3.2.2. 金融属性——美元指数面临上行阻力，降息空间打开刺激增量资金流入黄金

美元指数表征了美元的强弱程度，历史上美元指数与黄金多呈负相关关系。美元指数是以全球各主要国家与美国之间的贸易结算量为基础，对 1973 年以来全球主要国家货币兑美元汇率变化进行几何平均加权得到的指数。计算包含 6 种币种，欧元占 57.6%、日元占 13.6%、英镑占 11.9%、加拿大元占 9.1%、瑞典克朗占 4.2%、瑞士法郎占 3.6%。

近几年美元指数的运行区间介于 100-115 之间，最高点对应欧洲经济冰点。2022 年 9 月美元指数摸顶 114，彼时联储仍处于激进的加息周期中，欧洲受到俄乌冲突带来的能源成本大幅上升影响，22H2 起欧元区制造业 PMI 跌破荣枯线，欧洲经济处于冰点。同时美元兑日元汇率亦处于阶段性高点。

站在当下，欧元与日元皆有较强的升值预期。一方面欧洲经济出现回暖迹象，欧洲 1 月制造业 PMI 回暖至 46.1 超预期，综合 PMI 回升至荣枯线以上；俄乌局势的趋缓利好欧洲经济修复。另一方面，随着日本经济表现向好，日本央行自 2025 年 1 月起结束超宽松货币政策，将短期利率从 0.25% 上调至 0.5%。央行行长植田和男重申，如果日本能持续实现 2% 的通胀目标、稳健的工资增长及强劲的内需，央行将继续加息。

当前美元指数运行在周期性高点，而支撑美元指数持续走高的动力正在边际弱化。截至 2025 年 2 月 3 日美元指数为 108，达到阶段性高点。伴随合计占美元指数权重 71.2% 的欧元与日元升值预期增强，美元指数下行的概率升高，利好黄金价格。

图 28：美元指数运行至周期性高点，日元与欧元存在升值预期



资料来源：Wind，天风证券研究所

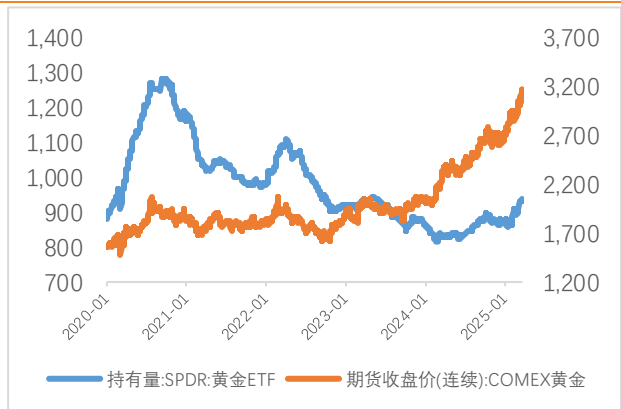
实际利率下行空间打开，ETF 资金净流入支撑金价。历史上，实际利率与 SPDR 黄金 ETF 的持仓量呈明显的反向关系，反映出 SPDR 的交易者更看重黄金的利率定价逻辑。在 2024 年黄金的上涨过程中，SPDR 受制于高利率持仓几乎没有增长。2025 年，富国银行预期美联储或有 2 次降息（每次降息 25BP），随着降息进程的开启，实际利率下行空间打开，SPDR 持仓的流入或将刺激黄金需求。

图 29：SPDR 黄金 ETF 持仓看重利率逻辑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：近期 ETF 持仓与金价共振向上（左轴：SPDR：吨；右轴：金价：美元/盎司）

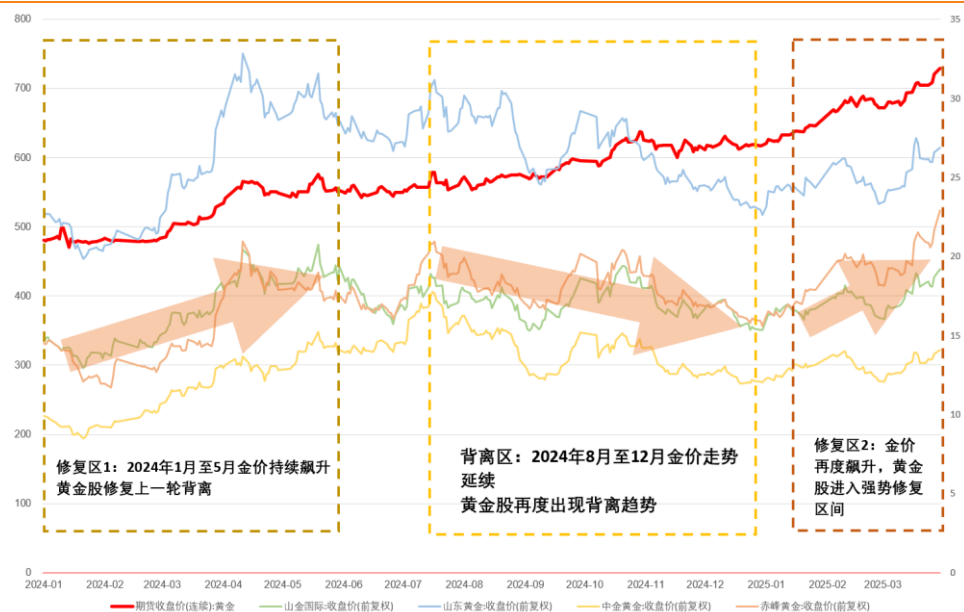


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 黄金商品与权益的“剪刀差”有望迎来修复

2024 年以来内盘黄金股与黄金经历了修复→背离→修复三个阶段。第一次修复阶段发生在 2024.1-2024.5，在经历了一段时间盘整后，于 2024.8-2024.12 开启背离，而后于 2025.1 月至今开启第二次修复阶段。

图 31：2024 年以来内盘黄金股与黄金经历的三个阶段（左轴：期货收盘价（连续）：黄金（元/克）；右轴：股价（元/股））



资料来源：Wind，天风证券研究所

黄金商品与权益缘何背离——资产属性不同，金价定价因子复杂化，黄金股业绩预期方差大

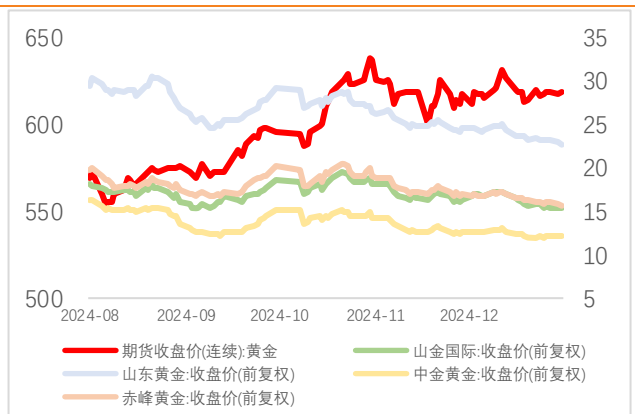
（1）**底层资产属性不同：**黄金作为实物商品，价格主要由通胀预期、避险需求及全球货

币信用环境等因素影响。而黄金股作为权益类资产，其价格取决于企业盈利能力、运营成本及市场对金价持续性的预期。

(2) 本轮黄金购买力量的复杂性：本轮黄金价格上涨背后的购买力量相比历史周期更加多元和复杂，短中长期叙事有各自聚焦的指标与逻辑，随着宏观环境的复杂多变，价格的判断难度进一步加大。

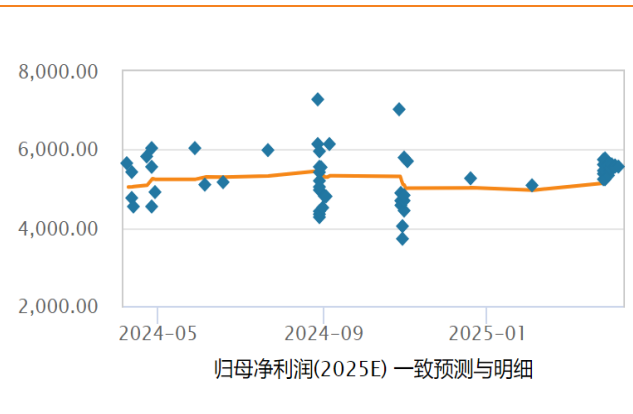
(3) 业绩兑现度的预期方差大：金价在屡创新高中的分歧亦影响市场对黄金股业绩增长的高度与久期的判断，市场对黄金股业绩预期的方差波动较大。

图 32: 2024.8-2024.12, 黄金股与金价背离(左轴: 期货收盘价(连续): 黄金(元/克) 右轴: 股价(元/股))



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 33: 24Q3 起, 市场对主流黄金企业业绩预期的方差明显扩大(图例为山东黄金业绩预测, 单位: 百万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

黄金股的修复动力来自于? ——美元信用弱化加速金价上行, 黄金矿企利润对金价敏感窗口开启

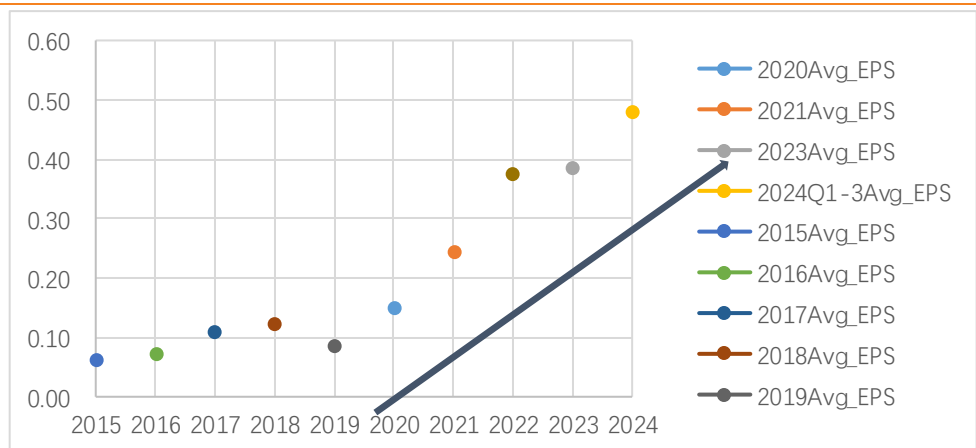
伴随特朗普贸易乱战的加剧, 市场对美国经济衰退风险、美债偿付风险的担忧增强, 随着美元指数快速下行, 市场在美元信用弱化的叙事上形成合力, 金价上行趋势中的短期噪音会相对弱化而更注重长期叙事。

随着金价的加速上行, 黄金矿企利润对价格的相对敏感性系数会逐渐增强, 黄金股业绩增长获得更高的高度与久期的概率随之上升。

当下黄金股估值处于五年期 20%分位, 板块修复兼具空间与动力

- **分子端：金价有望继续走高，抬升企业 EPS。**在美国滞胀预期不断增强之外，美国对全球大幅加征关税的做法增加了市场对全球货币体系崩乱的担忧，黄金作为保值资产其重要性呼之欲出，金价具备充沛上行动力，黄金股利润释放亦有望更加顺畅。

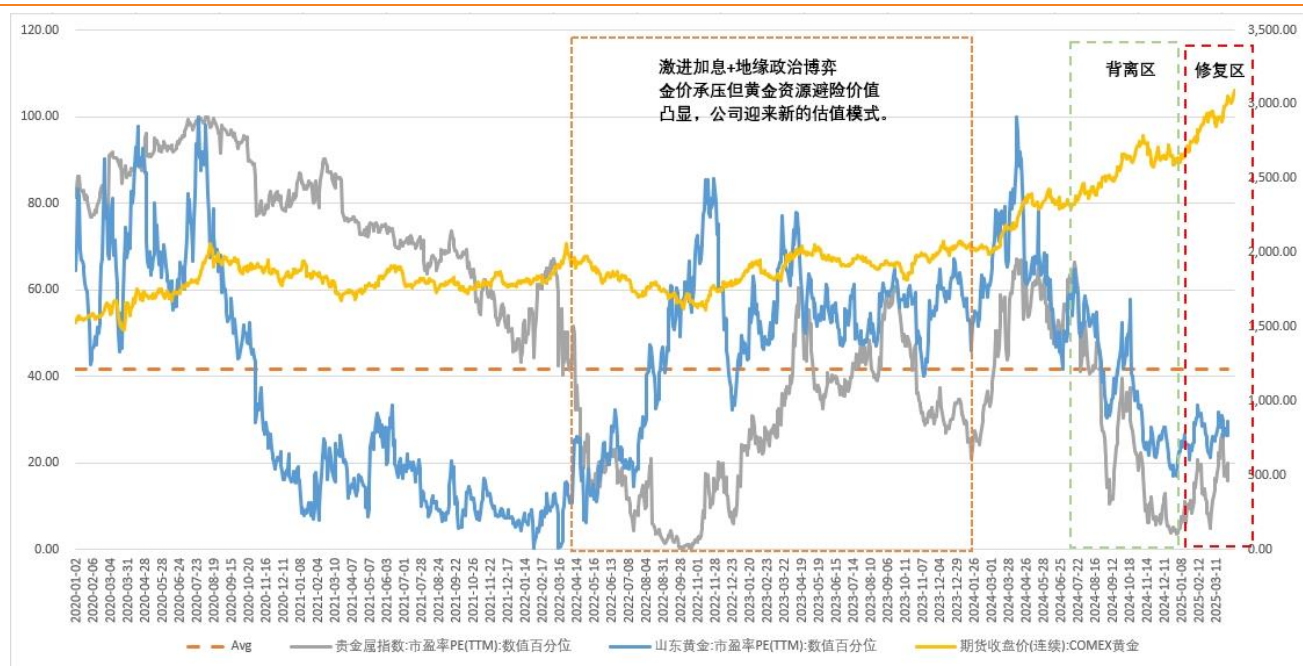
图 34: 贵金属指数年均 EPS 自 2020 年后呈现断崖式上升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

- 分母端：贵金属板块处于历史 PE 低位，估值上修空间可期。截止 2025 年 4 月 1 日，贵金属指数 PE 为 19.51，处于十年期 9.17%分位数水平，处于五年期 18.41%分位数水平。黄金上涨动力的再加强，本质是增强了黄金矿业公司业绩增长的持续性与稳定性，有望系统性修复行业 PE 水平，估值上修空间可期。

图 35：贵金属板块市盈率运行在低位（左轴：%；右轴：期货收盘价（连续）：COMEX 黄金（美元/盎司））



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

存量矿山端，公司现有矿山稳健生产，在成本优化与金价上行的双重利好下，黄金的单位利润有望持续上行。增量矿山端，海域金矿有望于今年投产，阿布贾金矿与科马洪金矿持续爬产，有望进一步实现黄金产量增长、增厚公司利润。我们看好公司盈利上行，关键假设：

（1）量：2025-2027 年公司矿产金产量分别为 21.4 吨、24.4 吨、26.4 吨；铜产量维持 5000 吨/年。

（2）价：2025-2027 年黄金均价为 730、750、800 元/g；铜均价为 7、7.4、7.9 万元/吨。

（3）成本：2025-2027 年公司克金成本为 220、210、210 元/g。

我们测算 2025-2027 年公司销售收入为 157.9/183.6/210.5 亿元，yoy +31%/+16%/+15%；毛利为 86.5/107.2/128.5 亿元，yoy +75%/+24%/+20%。

表 4：招金矿业主营业务预测

项目	单位	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
黄金销售					
营收	亿元	108.5	145.0	170.4	196.9
成本	亿元	59.3	59.7	64.7	70.2
毛利	亿元	49.2	85.3	105.7	126.7
毛利率		45%	59%	62%	64%
铜业务					
营收	亿元	3.3	3.5	3.7	3.9
成本	亿元	3.3	3.3	3.3	3.3
毛利	亿元	0.0	0.3	0.5	0.7
毛利率		1%	7%	13%	18%
白银业务					
营收	亿元	1.2	1.3	1.5	1.6
成本	亿元	0.5	0.5	0.5	0.6
毛利	亿元	0.7	0.9	0.9	1.0
毛利率		56%	65%	65%	65%
加工及其他					
营收	亿元	7.9	8.0	8.0	8.0
成本	亿元	8.4	7.9	7.9	7.9
毛利	亿元	-0.6	0.1	0.1	0.1
毛利率		-7%	1%	1%	1%
合计					
营收	亿元	120.8	157.9	183.6	210.5
yoy		36%	31%	16%	15%
成本	亿元	71.5	71.4	76.4	82.0
毛利	亿元	49.3	86.5	107.2	128.5
yoy		33%	75%	24%	20%
毛利率		40.8%	54.8%	58.4%	61.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 投资建议

我们测算 2025-2027 年公司销售收入为 157.9/183.6/210.5 亿元，yoy +31%/+16%/+15%；毛利为 86.5/107.2/128.5 亿元，yoy +75%/+24%/+20%；归母净利润为 36.1/46.4/57.6 亿元，yoy+152%/+29%/+24%，当前市值（截至 2025 年 5 月 8 日）对应 PE 为 18.5/14.4/11.6X。

公司主业为黄金开采，我们选取赤峰黄金、湖南黄金、山金国际、山东黄金为可比公司，计算 2024 年平均 PE 为 32.8X。参考可比公司平均估值水平，考虑招金矿业在资源储量、成本控制、产量增长潜力等方面的竞争优势，并考虑港股相对 A 股存在一定折价。我们给予招金矿业 2025 年估值 27X，对应目标市值 975 亿元。取 2025 年 5 月 8 日港币兑人民币汇率 0.93，换算得目标市值 1048.39 亿港元，目标价 29.6 港币（27.5 元），首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司盈利预测与估值情况（截至 2025 年 5 月 8 日）

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600988.SH	赤峰黄金	503	17.6	26.5	30.4	28.5	19	16.6
002155.SZ	湖南黄金	281	8.5	21.2	24.7	33.2	13.3	11.4
000975.SZ	山金国际	560	21.7	32.0	38.6	25.8	17.5	14.5
600547.SH	山东黄金	1286	29.5	54.4	67.6	43.6	23.6	19
平均						32.8	18.4	15.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

（1）金价波动的风险

若美联储在通胀中枢仍处高位的压力下选择延长加息周期或加大加息幅度，可能会导致黄金价格受到压制，进而影响公司的业绩增长。

（2）公司黄金产量增长不及预期的风险

若后续公司海内外矿山生产进度不及预期，可能会影响公司的黄金产量增长，进而放缓收入增长，致使业绩增速不及预期。

（3）公司黄金成本上升超预期的风险

若后续公司海内外矿山的生产成本超预期上升，则会压缩矿产黄金的利润空间，进而可能致使公司业绩释放不及预期。

（4）测算存在误差的风险

文末业绩预测涉及量、价、成本、费用等假设，存在有误差导致测算结果偏离最终值的风险。

（5）选取可比公司可能导致估值结论偏高的风险

文中所选可比公司皆为 A 股标的，A 股估值水平较港股有溢价的情况，因此可能导致估值结论偏高。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com