



资源外扩开花结果，公司业绩或迎高增

华泰研究

2025 年 7 月 09 日 | 中国香港

首次覆盖

贵金属

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

23.44

李斌

SAC No. S0570517050001
SFC No. BPN269

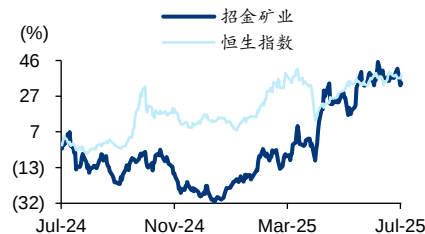
研究员

libin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(港币)	23.44
收盘价(港币 截至 7 月 8 日)	19.96
市值(港币百万)	70,706
6 个月平均日成交额(港币百万)	310.66
52 周价格范围(港币)	10.08-22.20
BVPS(人民币)	6.15

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	11,551	15,566	18,139	26,499
+/-%	37.13	34.76	16.53	46.09
归属母公司净利润(百万)	1,451	2,796	3,472	5,464
+/-%	111.38	92.66	24.20	57.37
EPS(最新摊薄)	0.43	0.79	0.98	1.54
ROE(%)	7.25	12.47	13.80	18.78
PE(倍)	43.53	23.02	18.53	11.78
PB(倍)	2.98	2.72	2.41	2.04
EV EBITDA(倍)	22.05	15.38	12.67	7.43

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

首次覆盖招金矿业 H 股给予买入评级，目标价 23.44 港元。公司为国内黄金矿业龙头，海域金矿等多个项目处于爬产或临近投产状态，我们预计 25-27 年公司自产金产量分别为 17/20/28 吨，25-27 年 CAGR 为 22.08%。金价方面，受特朗普政府关税等政策扰动，全球去美元化趋势或加速，我们预计 25/26 年黄金均价分别为 750/780 元/克，量价齐升或推升公司业绩高增。

公司为传统黄金矿业龙头，静待海域金矿顺利投产

公司为国内老牌金矿企业，立足于招远丰富的金矿资源，2024 年黄金业务毛利贡献占比超过 99%，受益于金价上涨及公司产销修复，2021-2024 年公司归母净利润从 0.34 亿元上升至 14.51 亿元。此外公司近年来通过积极并购实现黄金资源量的迅速增长，其中在 24 年上半年获得控股权的铁拓阿布贾金矿为在产矿山，海域金矿则作为近 20 年来国内发现的第二大单体金矿项目，预计将于 26 年投产，该项目满产后年产量将达到 15-20 吨，或将成为公司未来业绩增长的最大引擎。

“去美元”进程加速，特朗普任期内黄金或突破 4500 美金/盎司

我们认为当前黄金的定价权已经由看重机会成本的投资机构向包括各国央行在内的“去美元”化配置者转变。而特朗普上任新一届美国总统后，其关税政策波动加速了这一特征，叠加特朗普政府持续推进美国税改法案，我们预期未来美国债务赤字仍有进一步上升空间，诸多美元信用担忧下，全球央行乃至各国稳健性机构或均持续增持黄金。叠加美国下半年或有望重启降息，多重利多推升下，金价有望在特朗普任期内突破 4500 美金/盎司。

不同于市场观点

市场目前对于公司的资源增量预期相对一致，分歧更多集中于金价的判断，市场对金价的谨慎更多基于传统的降息周期维度，但在逆全球化、美国财政赤字或进一步走扩背景下，包括各国央行在内的全球投资者或加速“去美元”、增配黄金，我们维持金价在特朗普任期内有望突破 4500 美金/盎司的判断（参见 6 月 3 日有色金属报告《波涌回调藏富路，且将机遇入囊中》），公司量价齐升，业绩增长空间广阔。

盈利预测与估值

公司为国内黄金矿业龙头，未来或保持持续高增产量。我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 27.96/34.72/54.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.79/0.98/1.54 元。25 年可比公司 Wind 一致预期 16.91X PE，公司海域金矿投产在即，该项目满产后或实现 10-15 吨矿产金增量，增量显著，考虑公司未来高成长性，给予 25 年 27X PE，基于 2025 年 7 月 09 日港币兑人民币汇率为 0.91，对应目标价为 23.44 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：公司在建项目投产不及预期，金价超预期下跌。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,424	11,551	15,566	18,139	26,499
销售成本	(5,053)	(7,029)	(8,559)	(9,745)	(11,809)
毛利润	3,370	4,522	7,006	8,393	14,690
销售及分销成本	(31.40)	(48.00)	(62.26)	(72.55)	(106.00)
管理费用	(1,302)	(1,474)	(1,986)	(2,315)	(3,382)
其他收入/支出	(567.21)	(237.00)	(237.00)	(237.00)	(237.00)
财务成本净额	(344.07)	(545.00)	(610.96)	(587.41)	(563.86)
应占联营公司利润及亏损	1.00	11.00	12.00	12.00	12.00
税前利润	1,127	2,230	4,123	5,195	10,415
税费开支	(288.11)	(378.00)	(698.85)	(880.54)	(1,765)
少数股东损益	151.99	401.00	628.50	842.27	3,186
归母净利润	686.43	1,451	2,796	3,472	5,464
折旧和摊销	(996.22)	(1,355)	(1,246)	(1,305)	(1,363)
EBITDA	2,467	4,130	5,980	7,087	12,342
EPS (人民币, 基本)	0.21	0.43	0.79	0.98	1.54

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	5,155	6,246	7,636	8,170	10,983
应收账款和票据	806.51	1,549	1,625	2,074	3,330
现金及现金等价物	2,916	2,234	1,413	4,000	4,698
其他流动资产	4,160	3,862	5,028	4,502	7,109
总流动资产	13,037	13,891	15,703	18,746	26,121
固定资产	16,495	18,456	18,754	19,022	19,261
无形资产	12,551	16,545	17,266	17,962	18,633
其他长期资产	4,785	4,675	4,894	4,870	5,309
总长期资产	33,831	39,676	40,914	41,854	43,202
总资产	46,867	53,567	56,617	60,600	69,323
应付账款	2,652	3,541	4,001	4,586	5,819
短期借款	4,824	7,574	6,574	5,574	4,574
其他负债	4,767	3,321	3,321	3,321	3,321
总流动负债	12,244	14,436	13,896	13,481	13,714
长期债务	4,962	5,469	5,976	6,482	6,989
其他长期债务	7,417	8,470	8,470	8,470	8,470
总长期负债	12,379	13,939	14,446	14,952	15,459
股本	3,270	3,402	3,402	3,402	3,402
储备/其他项目	15,592	17,781	20,236	23,284	28,082
股东权益	18,862	21,183	23,638	26,687	31,484
少数股东权益	3,382	4,009	4,638	5,480	8,666
总权益	22,244	25,192	28,276	32,166	40,150

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	88.44	43.53	23.02	18.53	11.78
PB	3.22	2.98	2.72	2.41	2.04
EV EBITDA	35.22	22.05	15.38	12.67	7.43
股息率 (%)	0.23	0.29	0.53	0.66	1.03
自由现金流收益率 (%)	0.33	(5.97)	3.64	9.21	10.08

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2,467	4,130	5,980	7,087	12,342
融资成本	344.07	545.00	610.96	587.41	563.86
营运资本变动	(944.00)	(1,325)	(2,134)	167.90	(5,405)
税费	(288.11)	(378.00)	(698.85)	(880.54)	(1,765)
其他	253.72	(8,268)	(793.46)	(529.84)	(973.35)
经营活动现金流	1,833	(5,296)	2,965	6,432	4,763
CAPEX	(1,688)	(7,124)	(2,302)	(2,302)	(2,302)
其他投资活动	(272.38)	1,828	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(1,960)	(5,296)	(2,302)	(2,302)	(2,302)
债务增加量	(1,709)	3,256	(532.05)	(532.05)	(532.05)
权益增加量	0.00	131.61	0.39	0.00	0.00
派发股息	(136.27)	(176.91)	(340.84)	(423.30)	(666.14)
其他融资活动现金流	1,294	(1,396)	(610.96)	(587.41)	(563.86)
融资活动现金流	(551.68)	1,815	(1,483)	(1,543)	(1,762)
现金变动	(679.12)	(883.84)	(821.00)	2,587	698.37
年初现金	3,583	2,916	2,030	1,209	3,796
汇率波动影响	12.01	(2.44)	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,916	2,030	1,209	3,796	4,494

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	6.82	37.13	34.76	16.53	46.09
毛利润	26.90	34.17	54.94	19.80	75.03
营业利润	38.36	88.01	70.86	22.21	90.08
净利润	70.77	111.38	92.66	24.20	57.37
EPS	70.77	103.18	85.05	24.20	57.37
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	40.01	39.15	45.01	46.27	55.44
EBITDA	29.28	35.75	38.42	39.07	46.58
净利润率	8.15	12.56	17.96	19.14	20.62
ROE	3.87	7.25	12.47	13.80	18.78
ROA	1.48	2.89	5.07	5.92	8.41
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	36.42	51.03	47.11	30.19	21.80
流动比率	1.06	0.96	1.13	1.39	1.90
速动比率	0.64	0.53	0.58	0.78	1.10

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.18	0.23	0.28	0.31	0.41
应收账款周转天数	33.90	36.71	36.71	36.71	36.71
应付账款周转天数	202.46	158.60	158.60	158.60	158.60
存货周转天数	349.98	291.95	291.95	291.95	291.95
现金转换周期	181.42	170.05	170.05	170.05	170.05

每股指标 (人民币)

EPS	0.21	0.43	0.79	0.98	1.54
每股净资产	5.77	6.23	6.67	7.53	8.89

正文目录

投资要点	5
投资逻辑	5
与市场不同观点	5
传统黄金矿业龙头，持续资源扩张未来可期	6
国内黄金矿业龙头，内外并济驱动业绩高增	6
黄金业务持续驱动，盈利能力维持稳定	7
公司业绩持续回暖，费率稳步下降	8
黄金：“去美元”进程加速，特朗普任期或突破 4500 美金/盎司	10
定价逻辑演变：美国关税扰动与债务问题加速全球资产配置“去美元”化	10
中长期判断：“去美元”+降息均利好黄金，金价有望突破 4500 美金/盎司	14
关税：关税“一波三折”，将强化美国通胀的扰动和海外投资者“去美元”的配置	14
财政赤字：美国财政赤字难收窄将推升金价	14
降息预期：2025H2 美有望落地降息，对金价同样形成支撑	15
多重驱动下金价有望在特朗普任期内上行至 4500 美金/盎司以上	15
黄金资源禀赋优异，海域金矿投产或实现量利齐增	16
公司金矿成本优势突出，未来仍有下降空间	16
公司黄金资源禀赋丰富，增量预期显著	16
公司内部夯实资源禀赋，老牌主力矿山依旧存在增长潜力	17
海域金矿：超大型单体金矿，预计成为公司未来业绩增长重要引擎	19
阿布贾金矿：在产大型矿山形成即期业绩贡献，公司海外布局成效显著	21
科马洪金矿：收购近产大型矿山，扩大非洲黄金资源版图	22
盈利预测与估值	24
盈利预测	24
估值：给予“买入”评级	25
风险提示	25

图表目录

图表 1：公司发展沿革	6
图表 2：公司股权结构及旗下主要矿山	7
图表 3：2018-2024 年公司各类业务毛利及占比	7
图表 4：2018-2024 年公司黄金业务毛利率	7
图表 5：公司矿产金、冶炼金产量	8
图表 6：2018-2025Q1 公司营业收入及同比增速	8
图表 7：2018-2025Q1 公司归母净利润及同比增速	8
图表 8：2018-2025Q1 公司毛利率及净利率	9
图表 9：2018-2025Q1 公司各类期间费率	9

图表 10: 1970-1980 年长期通胀预期推升实际黄金价格.....	10
图表 11: 2000-2022 年美实际利率是实际黄金价格的主要驱动因素.....	10
图表 12: 黄金 ETF 的动向主要追踪美实际利率.....	11
图表 13: SPDR 与美实际利率拟合较好.....	11
图表 14: 22-24 年央行年度购金量均在 1000 吨以上.....	11
图表 15: 黄金在央行储备资产中占比离冷战结束的高点还有很大空间.....	12
图表 16: 中国央行黄金储备相对世界平均水平仍有差距.....	12
图表 17: 中国及主要新兴市场国家投资者持有美债占比.....	13
图表 18: 美国调查通胀预期在特朗普胜选后迅速上升.....	14
图表 19: 金价与美国未偿公共债务总额.....	14
图表 20: 当前金价/美国未偿公共债务总额较历史高位仍有较大空间.....	14
图表 21: 2025H2 美降息如果落地仍有望推高金价.....	15
图表 22: 金价测算表.....	15
图表 23: 2019-2024 年公司综合克金成本.....	16
图表 24: 2024 年黄金行业克金成本对比.....	16
图表 25: 公司矿山合计权益资源量 (截至 2024 年 12 月 31 日).....	16
图表 26: 2018-2024 年公司黄金产量及同比增速.....	17
图表 27: 2024 年国内主要上市金企黄金产量情况.....	17
图表 28: 国内主要上市金企黄金资源量情况 (截至 2024 年 12 月 31 日).....	17
图表 29: 公司全球矿山资源版图 (截至 2024 年 12 月 31 日).....	18
图表 30: 夏甸金矿可采储量 (截至 2024 年 12 月 31 日).....	18
图表 31: 大尹格庄金矿床矿体地质图.....	18
图表 32: 大尹格庄金矿可采储量 (截至 2024 年 12 月 31 日).....	19
图表 33: 蚕庄金矿可采储量 (截至 2024 年 12 月 31 日).....	19
图表 34: 海域金矿建设历程.....	19
图表 35: 海域金矿海上钻探工程地理位置图.....	20
图表 36: 海域金矿资源量概况 (截至 2021 年 12 月 31 日).....	20
图表 37: 海域金矿金矿床 30 线剖面地质图.....	21
图表 38: 海域金矿资源情况 (截至 2021 年 12 月 31 日).....	21
图表 39: 阿布贾金矿矿区示意图.....	22
图表 40: 2018-2023 年阿布贾金矿资源量情况 (单位: 百万盎司).....	22
图表 41: 阿布贾金矿未来产量预测表.....	22
图表 42: 科马洪金矿矿区建设图.....	23
图表 43: 公司主营业务收入及假设.....	24
图表 44: 可比公司估值.....	25
图表 45: 招金矿业 PE-Bands.....	25
图表 46: 招金矿业 PB-Bands.....	25

投资要点

投资逻辑

- 1) **公司资源外扩布局逐步见成效，伴随海域金矿投产，预计公司 25-27 年自产金产量分别为 17/20/28 吨。**公司近年来通过积极并购实现黄金资源量的迅速增长，其中在 24 年上半年获得控股权的铁拓阿布贾金矿为在产矿山，海域金矿则作为近 20 年来国内发现的第二大单体金矿项目，预计将于 26 年投产，该项目满产后年产量将达到 15-20 吨，将成为公司未来业绩增长的最大引擎。根据上述项目建设进度，我们预计公司 25-27 年自产金产量分别为 17/20/28 吨。
- 2) **全球资产配置者加速“去美元”进程，我们认为金价有望在特朗普任期内突破 4500 美金/盎司，量价齐升下，看好公司 25-27 年业绩高增。**从影响金价的主要因素来看，特朗普政府通过对其主要贸易伙伴加征关税的方式，试图解决美国贸易逆差问题，该过程一方面或增加美国未来的通胀风险，从另一面来看，此举正在加速美国的主要贸易伙伴去美元化进程，而增配黄金成为上述国家央行及机构投资者的主要选择。基于特朗普任期内其政策方向或将持续致力于美国制造业回流、缩减美国贸易逆差，我们认为全球资产配置者的“去美元”进程将大概率延续，金价有望在特朗普任期内突破 4500 美金/盎司。

与市场不同观点

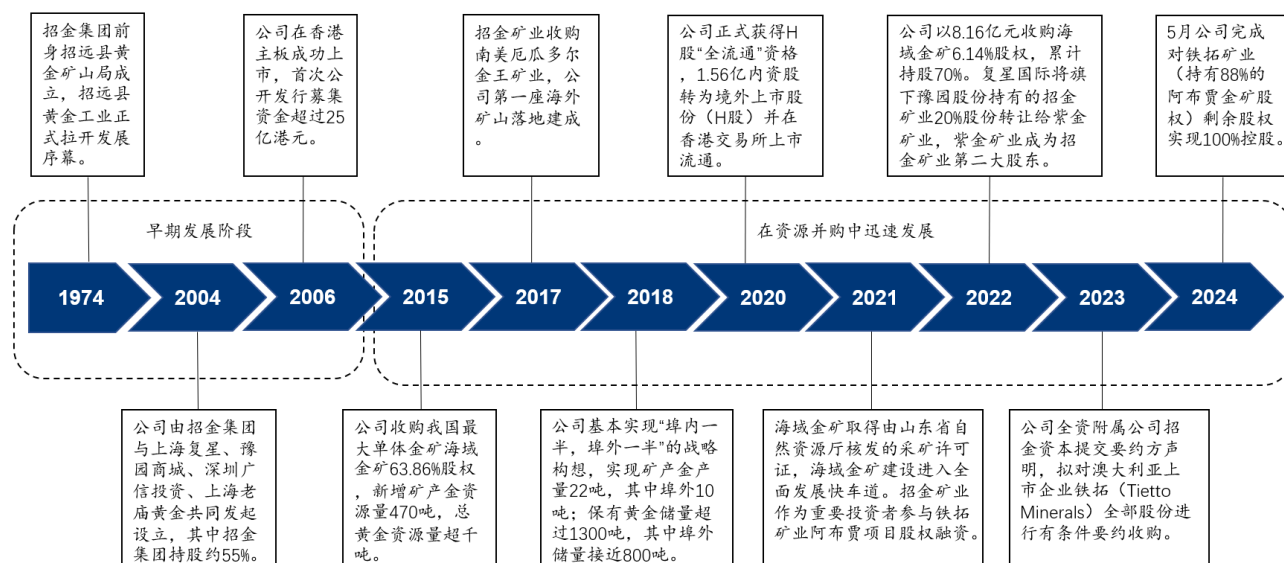
- 1) **市场目前对于公司的资源增量预期相对一致，分歧更多集中于高位金价的上涨空间。**市场对金价的谨慎更多基于传统的降息周期维度，尤其在美国经济仍具较强韧性情况下，目前来看美国降息周期已进入下半场，但在逆全球化、美国关税政策扰动及美国财政赤字难收窄背景下，包括全球央行在内的全球资产配置者正加速“去美元”，黄金资产或将明显受益。基于前述分析，尽管当前金价处于历史绝对高位，但我们依旧看好金价有望在特朗普任期内上涨至 4500 美金/盎司以上，叠加公司未来增量明确，量价齐升下，公司投资价值凸显。

传统黄金矿业龙头，持续资源扩张未来可期

国内黄金矿业龙头，内外并济驱动业绩高增

老牌金矿企业，加快资源并购实现迅速发展。公司前身招远县黄金矿山局依托于本地黄金资源于 1974 年成立。2004 年，招金集团联合上海复星、豫园商城等 4 家公司共同发起成立招金矿业。2006 年，公司成功登陆港交所主板，开启资本市场新篇章。上市至今，公司积极布局招远埠外金矿与海外金矿，扩大黄金资源储备与产能规模。2015 年，公司收购当时国内最大单体金矿海域金矿 63.86% 的股权，持有黄金资源量突破 1000 吨。2017 年，公司收购南美厄瓜多尔金王矿业，迈出国际化战略重要一步。2021 年，公司作为重要投资者参与铁拓矿业阿布贾项目股权融资，24 年 6 月，对铁拓的收购顺利落地，实现对铁拓矿业的完全控制。

图表1：公司发展沿革

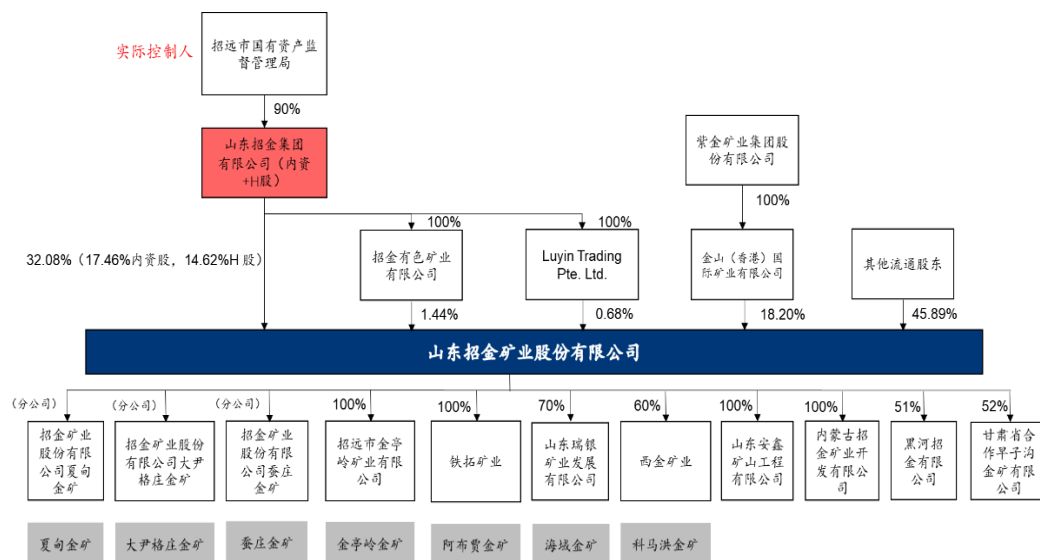


资料来源：公司公告、华泰研究

公司股权结构稳定，紫金矿业战略持股实现协同发展。2004 年，公司由招金集团联合上海复星、豫园商城、深圳广信、上海老庙共同发起成立。2009 年，招远国资受让深圳广信 2.91% 股份，实现对上市公司控股。2022 年 11 月，紫金矿业通过全资子公司金山（香港）国际矿业有限公司收购豫园商城 65.4 亿股 H 股股份，持有公司接近 20% 股权。截至 2025Q1，招金集团作为控股股东直接及间接持有公司 34.20% 的股份，实际控制人为招远市国有资产监督管理局。

现有矿山生产经营稳定，并购资源投产在即贡献显著增量。公司立足“中国金都”山东省招远市，黄金资源储量丰富。截至 2024 年 12 月 31 日，公司旗下在产矿山共 26 座，包括夏甸金矿、大尹格庄金矿、蚕庄金矿等主力矿山在内的 24 座金矿，与铜辉矿业、滴水铜矿等 2 座铜矿。此外，公司在建的超大单体金矿海域金矿预计于 26 年投产，达产后新增产量贡献约 15-20 吨。海外方面，公司收购进度加快，公司于 2024 年 5 月、6 月分别完成铁拓矿业（持有 88% 的阿布贾金矿股权）全部股权和科马洪金矿 60% 股权的收购，稳定生产后，预期两座矿山合计年产量达到 7 吨以上。

图表2：公司股权结构及旗下主要矿山

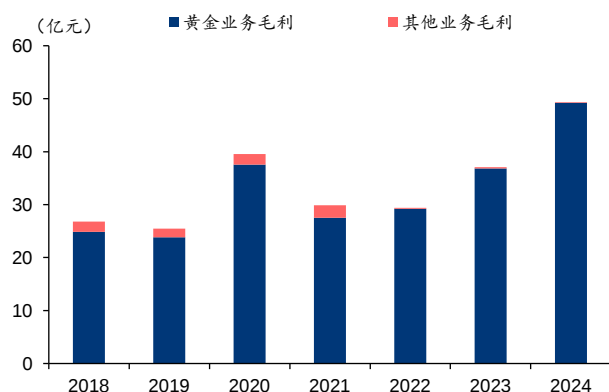


资料来源：公司公告、华泰研究

黄金业务持续驱动，盈利能力维持稳定

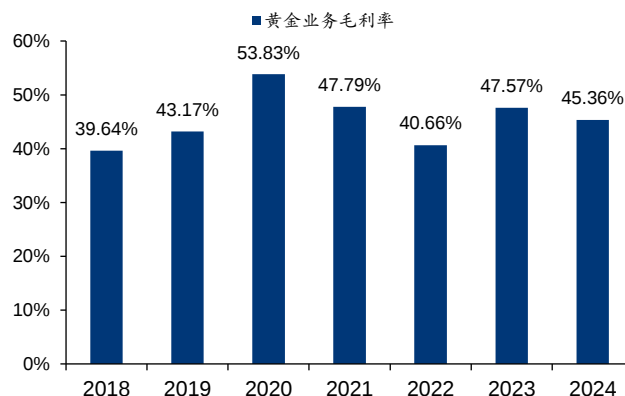
公司坚持黄金业务主线，2024 年公司黄金业务毛利贡献超 99%。公司以黄金开采、冶炼及销售业务为核心业务，同时涉及铜等其他金属矿产的开采与加工。2024 年，公司黄金销售业务收入 108.48 亿元，占主营业务收入的 92.80%。根据公司披露，黄金业务毛利率稳定在 40-50%，其中 24 年毛利贡献占比高达 99.73%。公司黄金业务分为冶炼加工及矿产金业务，公司矿产金包括自产金、外购金。其中，公司自产金在 2021 年因招远五彩龙金矿矿难事故影响，产量下滑至 11.17 吨，伴随增产扩能计划持续深化，公司自产金产量逐步恢复，24 年公司自产金产量达到 15.90 吨，同比增长 13.20%。

图表3：2018-2024 年公司各类业务毛利及占比



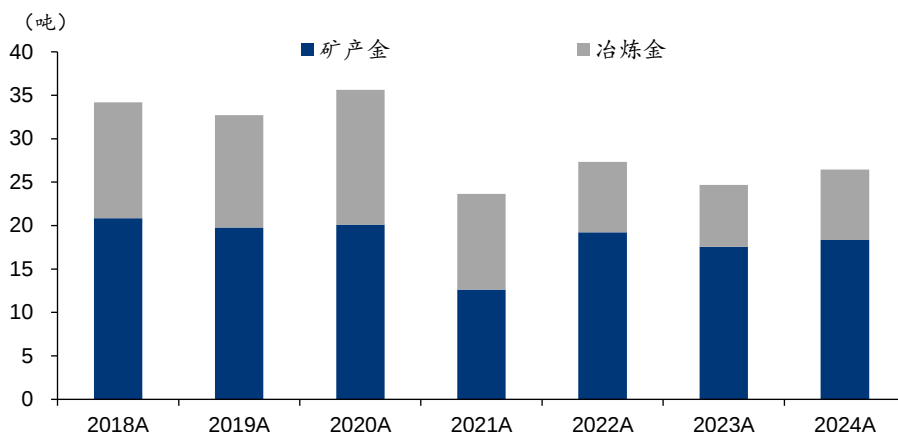
资料来源：公司公告、华泰研究

图表4：2018-2024 年公司黄金业务毛利率



资料来源：公司公告、华泰研究

图表5：公司矿产金、冶炼金产量



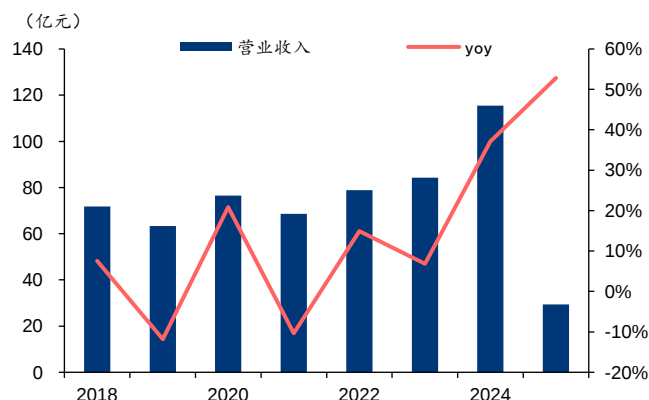
资料来源：公司公告、华泰研究

公司业绩持续回暖，费率稳步下降

2022 年以来，公司业绩表现持续向好，归母净利润回升。2021 年，招远五彩龙金矿矿难事故后，山东省内开展安全生产大排查等行动对公司金矿生产经营造成较大影响。产量下滑叠加生产成本增加，致使公司 21 年业绩受到拖累，营业收入下降 10.32%至 68.59 亿元，归母净利润下降 96.8%至 0.34 亿元。22 年以来，伴随金价上涨及矿山逐步复产，公司业绩持续修复。根据年报，2024 年，公司实现营业收入 115.51 亿元，同比增长 37.12%；实现归母净利润 14.51 亿元，同比增长 111.35%。

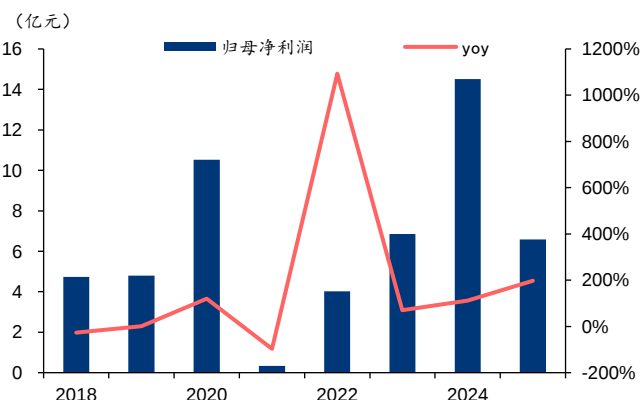
公司盈利水平不断提升，费率稳步下降。受益于金价上涨及费用下降，2021-25Q1，公司毛利率/净利率分别由 39.25%/2.78%提升至 48.52%/28.30%。费率方面，21 年公司合计费用率上升至 42.11%高点，主要系安全生产排查、矿山停产影响，该年度公司管理费用率为 21.81%，yoy+6pct。此后随公司生产经营逐步恢复，叠加金价带动下营收提升，24 年合计费率降至 24.82%。

图表6：2018-2025Q1 公司营业收入及同比增速



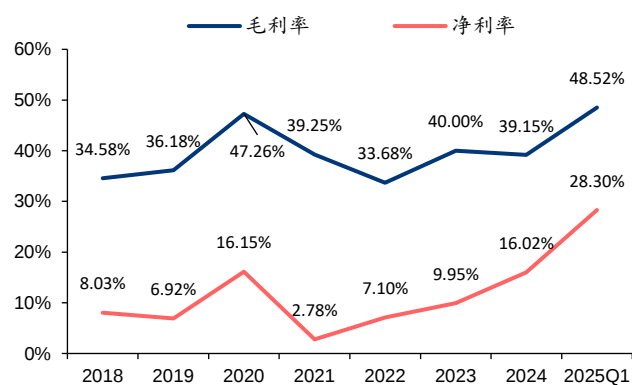
资料来源：Wind、华泰研究

图表7：2018-2025Q1 公司归母净利润及同比增速



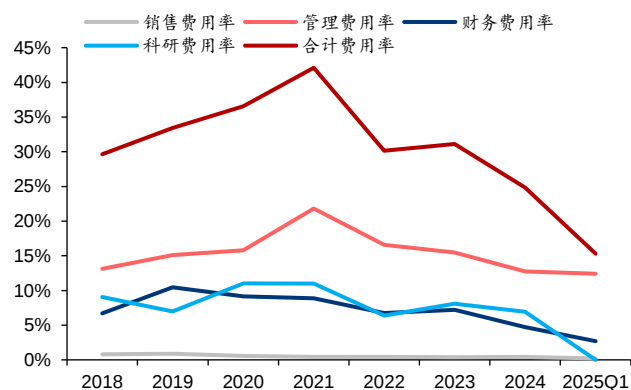
资料来源：Wind、华泰研究

图表8：2018-2025Q1 公司毛利率及净利率



资料来源：Wind、华泰研究

图表9：2018-2025Q1 公司各类期间费率



资料来源：Wind、华泰研究

黄金：“去美元”进程加速，特朗普任期或突破 4500 美金/盎司

定价逻辑演变：美国关税扰动与债务问题加速全球资产配置“去美元”化

2024 年以来金价在央行购金、美国降息预期、地缘冲突、特朗普加关税等因素的共同作用下，续创历史新高。

在历次黄金上涨大周期中，全球经济大变局往往强化特定要素，催生新的边际买家，重塑黄金投资框架。在纷繁错杂的因素中，理解边际定价权的演变才能理解金价的持续上涨，我们认为当前黄金的定价权已完成由此前重视投资机会成本的金融投资者向包括各国央行在内的全球资产配置者转变。

1) 1970-1980 年：1971 年布雷顿森林体系解体，尼克松宣布暂停美元与黄金兑换，美元单边下跌，黄金大涨。期间，伴随两次石油危机，通胀高企。黄金的配置目的主要是对冲美元贬值及对抗通胀，所谓“抗通胀，买黄金”。从最终数据表现看，黄金与长期通胀预期拟合最好，1970 年代通胀预期不断攀升，推升实际黄金价格；1980-1990 年代随着通胀预期受控，实际黄金价格持续回落。

2) 2001-2012 年：2001 年美国互联网泡沫破灭、2004 年全球首支黄金 ETF SPDR Gold Trust 发行、2008 年美国金融危机，美联储开启 QE。此阶段因为黄金 ETF 等投资工具的普及，机构投资者成为本轮边际买家。机构投资者关注的是其他资产相对黄金的回报率（黄金本身不生息，其他资产回报率直接影响持有黄金的机会成本），多用美实际利率衡量，因此金价与实际利率负相关。所以从结果看，本轮影响金价的核心要素为美实际利率，黄金与 tips 指标拟合最好。

图表10：1970-1980 年长期通胀预期推升实际黄金价格



注：图表摘自华泰宏观《金价上涨的宏观逻辑》（2023.10.25）

资料来源：纽约联储，Haver，华泰研究

图表11：2000-2022 年美实际利率是实际黄金价格的主要驱动因素



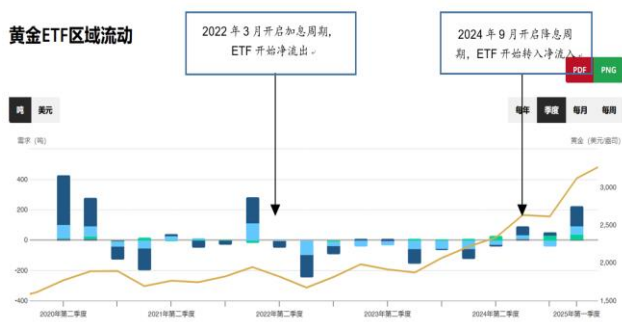
注：图表摘自华泰宏观《金价上涨的宏观逻辑》（2023.10.25）

资料来源：纽约联储，Haver，华泰研究

3) 2022 年以来，以俄乌冲突为导火索，叠加美国财政难题日益突出，出于对美元相关资产的信用担心、极端情况下稳定汇率的需要以及地缘冲突加剧，全球央行（特别是发展中国家的央行），在 2022 年以后持续加大增持黄金力度。实际利率框架体系在 2022 年之后影响力弱化，黄金价格表现始终超过实际利率所指示的水平，在逆风局（尤其是在美加息期间）仍持续上涨。央行购金出发点较多且相对难以量化，黄金失去可观察的单一拟合最佳指标。

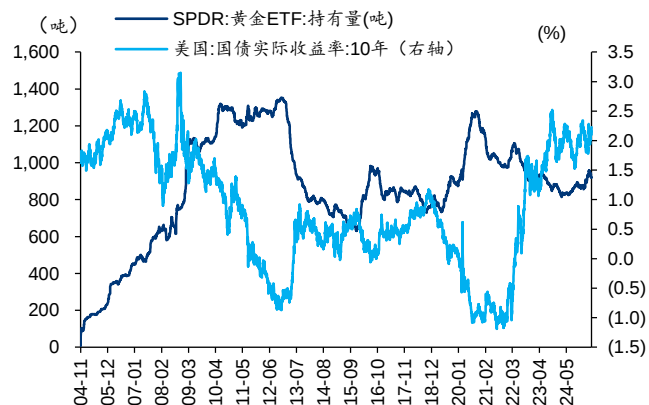
期间，参考世界黄金协会黄金 ETF 的动向，可以看出全球黄金 ETF 在美加息周期持续净流出直至 2024 年下半年才转为流入（预期降息周期将开启），说明机构投资者的框架体系主要为实际利率（重视投资机会成本），我们认为金融机构投资者本轮定价权已明显削弱。

图表12：黄金ETF的动向主要追踪美实际利率



资料来源：World Gold Council，华泰研究

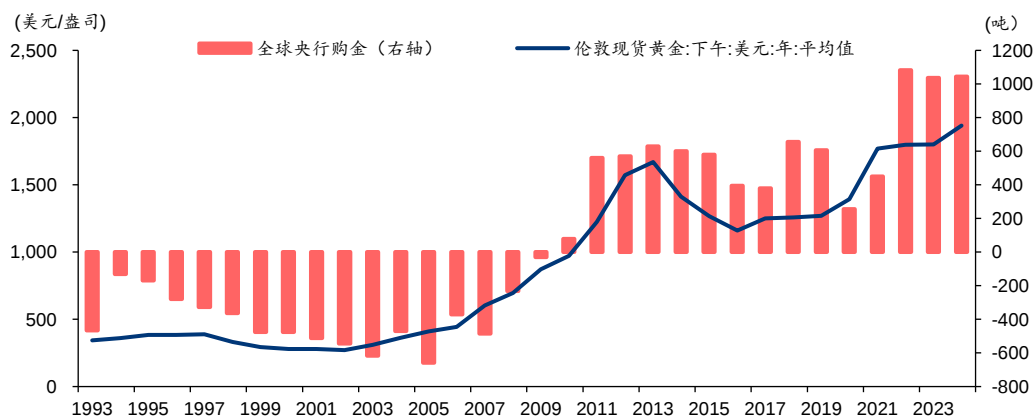
图表13：SPDR与美实际利率拟合较好



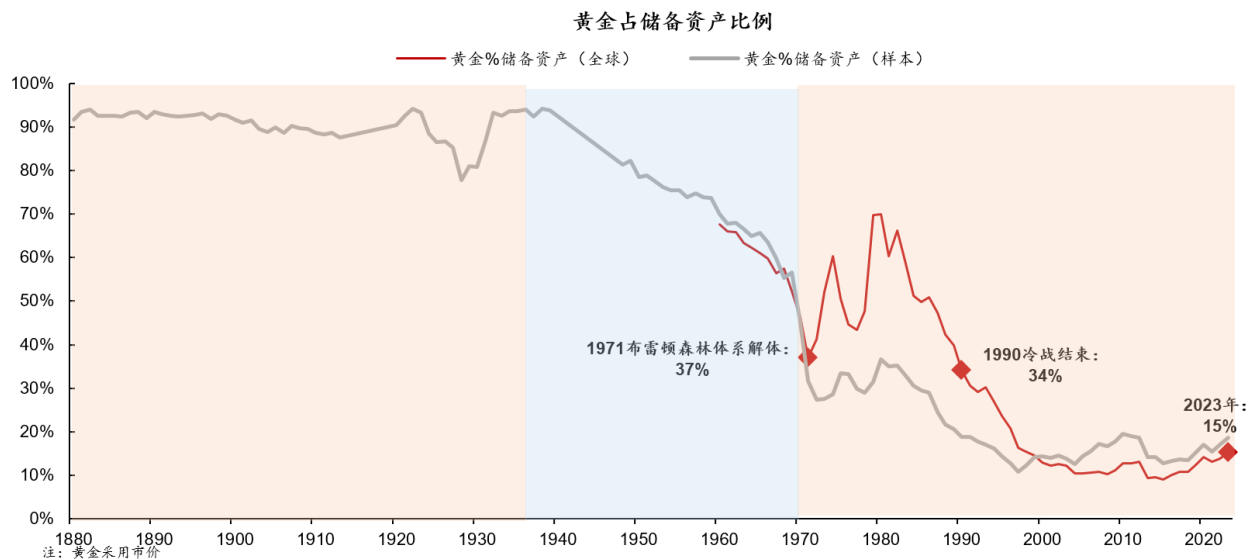
资料来源：Wind，华泰研究

梳理清楚以发展中国家为主的央行大额购金驱动，有助于理解 2022 年以来金价的持续上涨。全球央行重新开始购金的时间节点在 2008 年金融危机之后，各个国家开始考量美国次贷危机对非美国国家金融系统的负面影响，出于对美元系统的信用削弱，各大央行开启重新增持黄金之旅。而 2022 年之后，央行购金的规模明显增加，主要与俄乌冲突发生后，美国对俄罗斯海外美元资产的冻结以及拜登政府持续高财政赤字造成的美元信用进一步损耗有关。我们认为，除非美国恢复高增长低通胀并行的经济预期，并能有效降低赤字率，帮助美元相关资产重回类似 80 年代的信用水平；否则以央行为代表的买家或延续当前购金策略，黄金的上涨趋势或持续。

图表14：22-24 年央行年度购金量均在 1000 吨以上

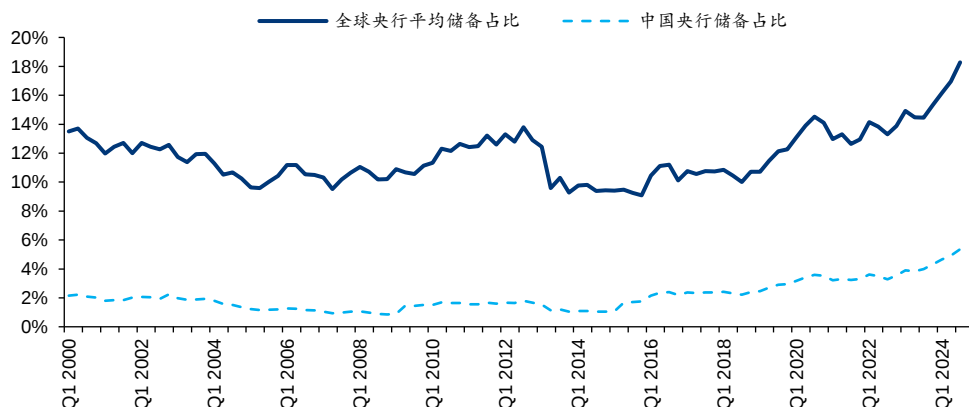


资料来源：World Gold Council，华泰研究

图表15：黄金在央行储备资产中占比离冷战结束的高点还有很大空间

注：图表摘自华泰宏观《全球央行购金百年史：任重而道远》（2024.05.10）

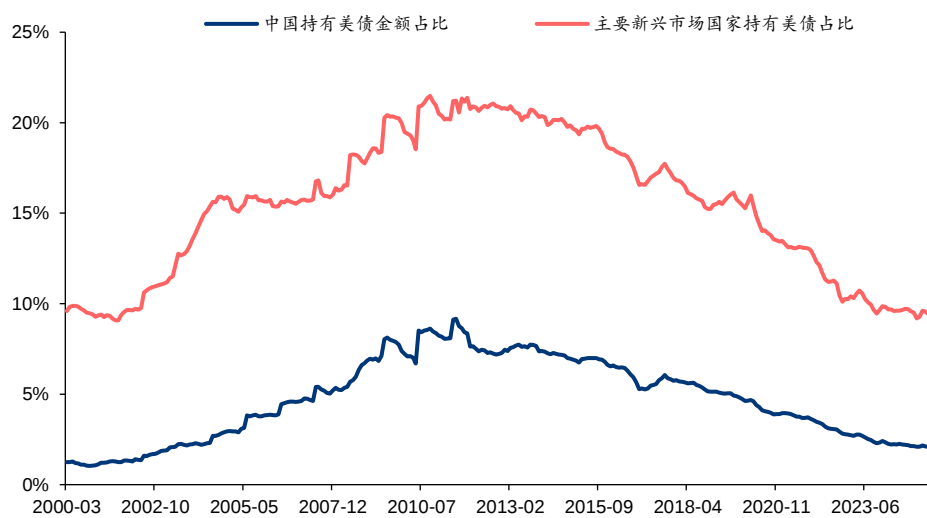
资料来源：Bordo and Eichengreen (1998)，Haver，华泰研究

图表16：中国央行黄金储备相对世界平均水平仍有差距

资料来源：World Gold Council，华泰研究

特朗普上任新一届美国总统后，全球资产配置者的“去美元”行动或正在显性化。特朗普上任新一届美国总统后，宣布了多项关税政策，其主要诉求是寻求美国缩减贸易逆差，推动制造业回流。此举一方面会对美国本身的通胀预期产生深远影响，另一方面，在美元大循环中，美国逆全球化的意图或推动主要制造业国家加快推动“去美元”，因此我们认为，特朗普任期内，全球资产配置者的“去美元”行动或将进一步显性化，其增持黄金可能成为推升金价的核心动力。

图表17：中国及主要新兴市场国家投资者持有美债占比



资料来源：Wind，华泰研究

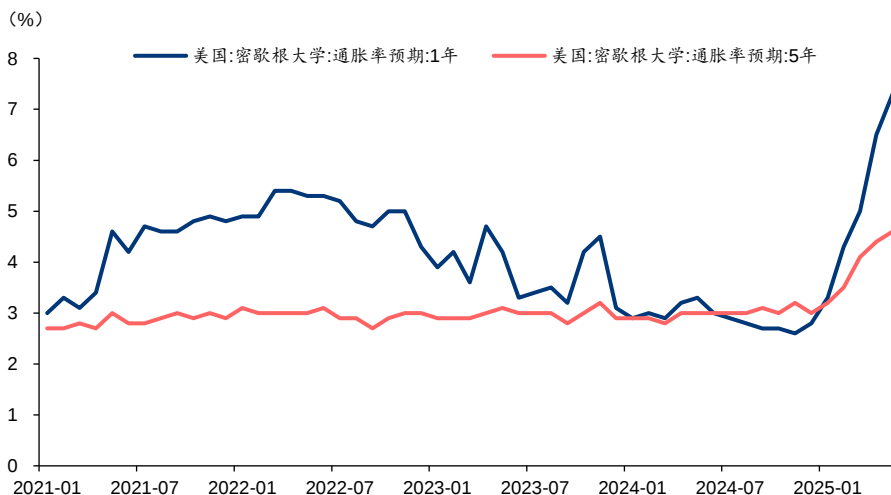
中长期判断：“去美元”+降息均利好黄金，金价有望突破 4500 美金/盎司

中长期，“去美元”的背后是美元信用与逆全球化，而特朗普任期内无论美国债务恶化和逆全球化趋势均将大概率延续，叠加下半年美联储或大概率重启降息，我们看好金价在特朗普任期内涨至 4500 美金/盎司以上。

关税：关税“一波三折”，将强化美国通胀的扰动和海外投资者“去美元”的配置

特朗普政府的对外关税政策波动尽管呈现一定收敛状态，但我们认为其设置关税的目的是为了缩减美国的贸易逆差，促进制造业回流，出于该目的，其关税扰动或长期存在，这可能进一步加剧海外投资者的“去美元化”趋势，并强化美国的高通胀预期。

图表18：美国调查通胀预期在特朗普胜选后迅速上升



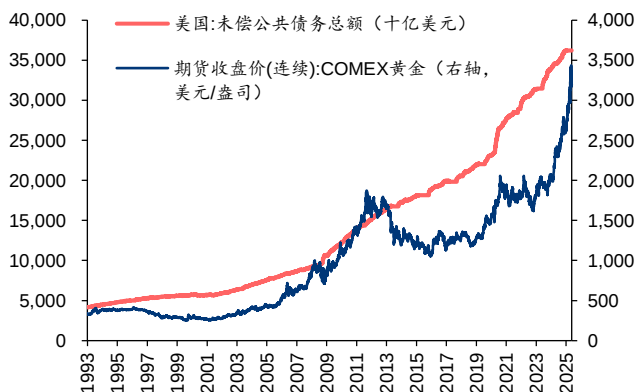
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

财政赤字：美国财政赤字难收窄将推升金价

据华泰宏观《2026年美国财政赤字和美债供需压力或进一步上升》(2025.06.02)，我们认为，考虑关税收入和“大而美”法案对财政收支影响，预计2026财年美国财政赤字规模可能达到2.2万亿美元，赤字率上升至7%，超过市场预期。

黄金作为唯一具有法定货币属性的金属，本质可以认为是抗通胀的货币，价值取决于货币供应量，因此美国财政赤字上升仍是支持金价上涨的重要逻辑。

图表19：金价与美国未偿公共债务总额



资料来源：Wind, 华泰研究

图表20：当前金价/美国未偿公共债务总额较历史高位仍有较大空间

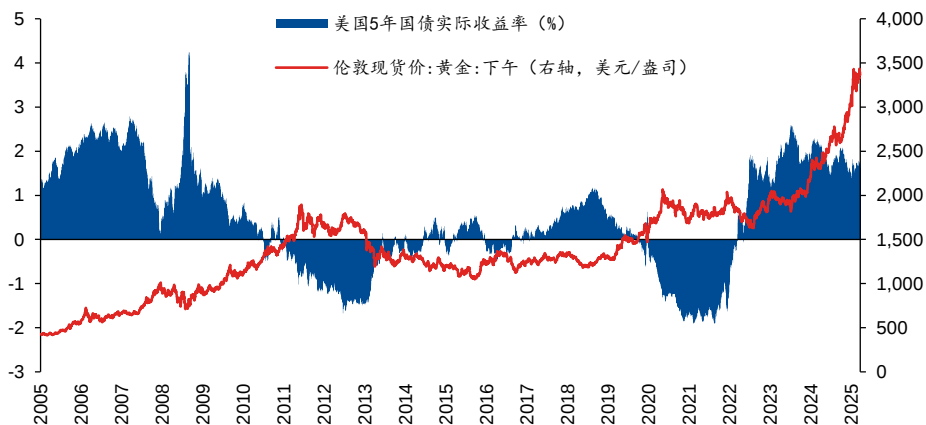


注：黄金的单位是美元/盎司、美国未偿公共债务总额的单位是十亿美元
资料来源：Wind, 华泰研究

降息预期：2025H2 美有望落地降息，对金价同样形成支撑

据华泰宏观《不轻松的经济“软着陆”》(2025.06.03)，预计 2025 年 9-12 月降息两次，2026 年再降两次，但后者不确定性较高。2025H2 美降息如果落地，实际利率对金价仍形成一定的支撑。

图表21：2025H2 美降息如果落地仍有望推高金价



资料来源：Wind，华泰研究

多重驱动下金价有望在特朗普任期内上行至 4500 美金/盎司以上

参考 6 月 3 日有色金属报告《波涌回调藏富路，且将机遇入囊中》，我们使用 1978 年-2024 年期间，美国财政赤字/GDP 变化量、有效联邦基金利率年均值、一年通胀预期年内高值三个解释变量对金价收益率进行拟合并预测，拟合 $R^2=0.37$ ，所有变量均通过显著性检验。根据 CBO 及最新美国众议院通过的“大而美”法案，假设美国财政赤字呈现 25 财年小幅收缩 26-27 年扩张趋势，有效联邦基金利率、一年期通胀预期年内高点均呈现逐步小幅下降趋势，我们预测 25/26/27 年金价每年高点对应的收益率分别为 32.8%/16.4%/6.7%，以 24 年国际金价高点为基准，我们维持特朗普任期内，国际黄金现货价格有望突破 4500 美金/盎司的判断。

图表22：金价测算表

	美国财政赤字/GDP 的变化量	美国有效联邦基金利率	密歇根大学一年期通胀预期高值	黄金年内高点收益率	对应金价 (美元/盎司)
2025E	-0.20%	4.0%	6.5%	32.8%	3687.5
2026E	0.80%	3.5%	4.5%	16.4%	4302.1
2027E	0.30%	3.0%	3.5%	6.7%	4592.5

注：美国财政赤字/GDP 的变化量为 CBO 财年口径

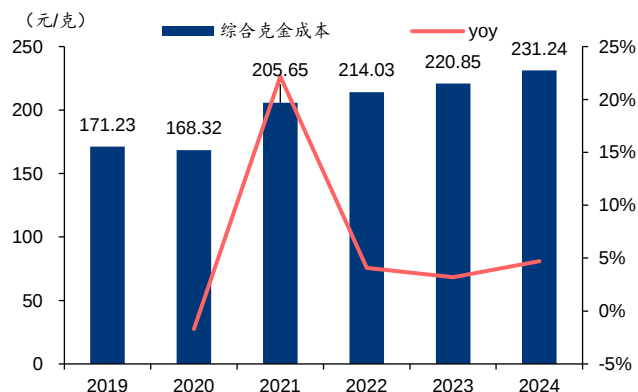
资料来源：Wind、华泰研究预测

黄金资源禀赋优异，海域金矿投产或实现量利齐增

公司金矿成本优势突出，未来仍有下降空间

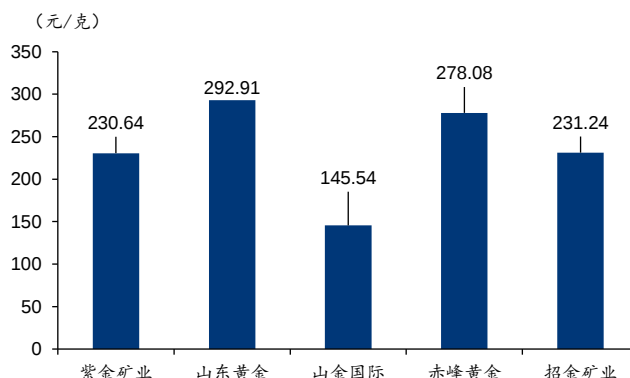
公司克金成本处于行业较低水平，未来仍有降本空间。2021 年，公司克金成本由 168.32 元/克上升至 206 元/克，主要系安全自检停产影响。2024 年，受铁拓并表影响，公司整体克金成本小幅上升至 231 元/克。对比同行业，公司克金综合成本在国内上市黄金企业中处于较低水平。未来伴随低成本、高品位的大型单体金矿海域金矿投产，公司整体克金成本预计将进一步下降，成本优势有望继续保持。

图表23：2019-2024 年公司综合克金成本



注：克金成本根据公司披露矿产金业务营业成本计算
资料来源：公司公告、华泰研究

图表24：2024 年黄金行业克金成本对比



注：克金成本根据公司披露矿产金业务营业成本计算
资料来源：各公司公告、华泰研究

公司黄金资源禀赋丰富，增量预期显著

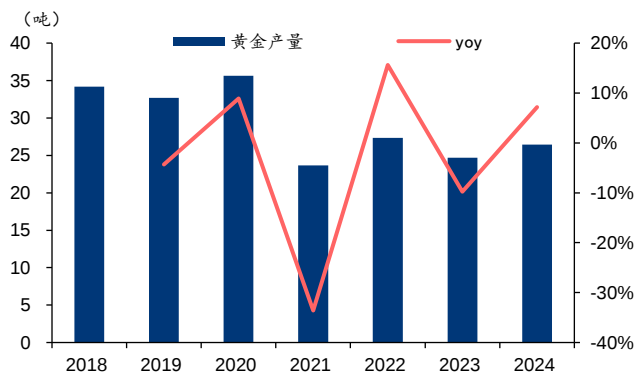
公司金矿资源情况呈现出数量多、分布广、品位高的特点。截至 2024 年 12 月，公司在境内拥有 26 座矿山，其中 24 座金矿、2 座铜矿，业务分布于山东、甘肃、新疆、内蒙古、辽宁等省份；境外持有南美厄瓜多尔金王矿业 80% 股权、阿布贾金矿 88% 股权、科马洪金矿 60% 股权。根据年报，截至 2024 年底，根据 JORC 标准，公司合计黄金资源量 1446.16 吨，可采储量 518 吨，平均品位 2.00 克/吨；拥有权益资源量 1162.39 吨，平均品位 1.97 克/吨。

图表25：公司矿山合计权益资源量（截至 2024 年 12 月 31 日）

权益金属资源量	单位	探明	控制	探明+控制	推断	证实的	概略的	证明+概略
金	矿石量(Mt)	32.76	184.22	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	392.40	512.75	649.64	107.47	315.13	422.60
铜	矿石量(Mt)	2.64	6.52	9.16	13.91	2.40	6.08	8.49
	品位(g/t)	1.03	1.24	1.18	1.02	0.94	1.16	1.10
	金属量(t)	27.12	80.80	107.93	142.22	22.58	70.48	93.07

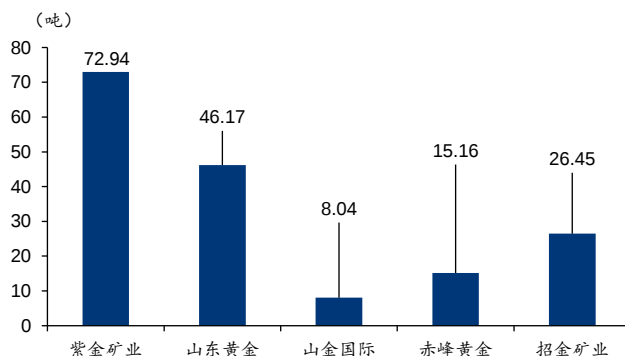
注：正文表述 JORC 资源量包括：探明、控制和推断三部分
资料来源：公司公告、华泰研究

图表26：2018-2024 年公司黄金产量及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

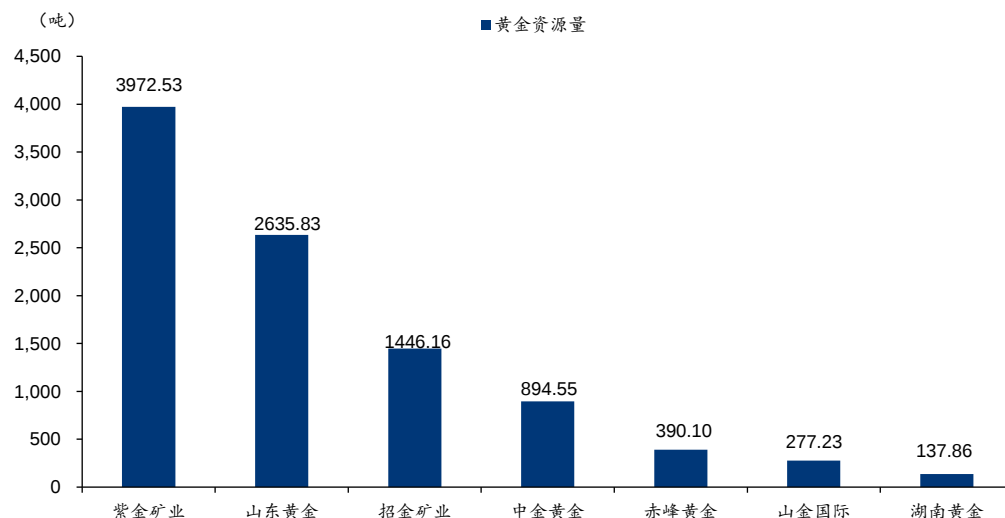
图表27：2024 年国内主要上市金企黄金产量情况



注：银泰黄金数据为合质金产量，其他公司均为黄金总产量
 资料来源：各公司公告、华泰研究

黄金资源量位居全国金企前列，矿产金产量突出。截至 2024 年 12 月，公司黄金资源量在国内主要上市金企中排名第三，仅次于紫金矿业 3972.5 吨、山东黄金 2635.8 吨，资源禀赋突出。产量方面，受矿难事故停产影响，2021 年公司黄金产量下降 33.58%至 23.66 吨。此后，公司积极推进复产，同时加快对外并购步伐，2024 年，公司合计黄金总产量 26.45 吨，其中矿产金 18.34 吨。未来海域金矿投产后，黄金产量有望得到进一步提升。

图表28：国内主要上市金企黄金资源量情况（截至 2024 年 12 月 31 日）



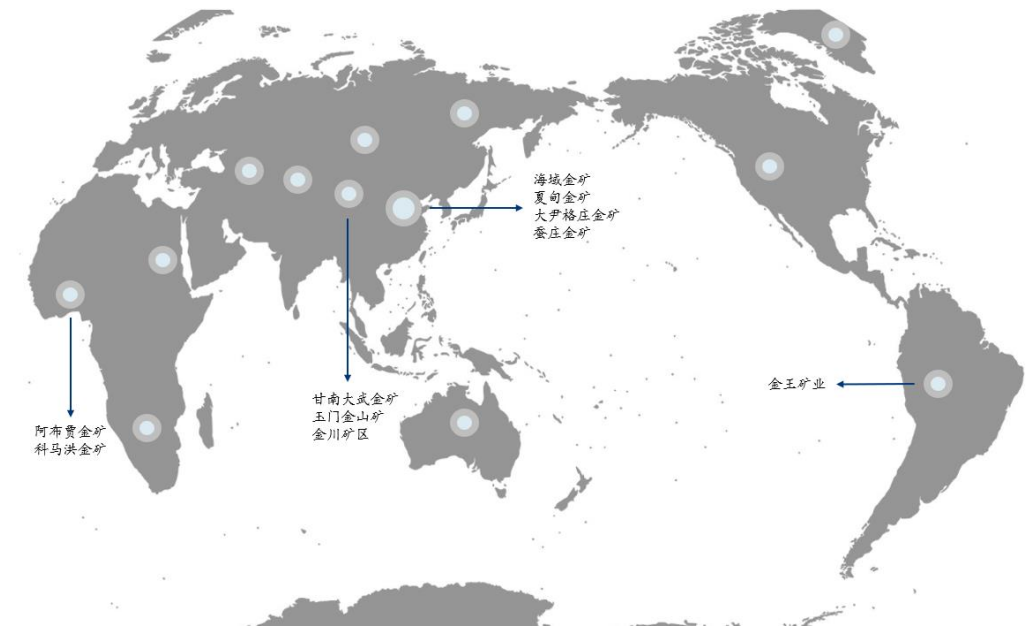
资料来源：各公司公告、华泰研究

公司内部夯实资源禀赋，老牌主力矿山依旧存在增长潜力

公司境内矿山众多，其中夏甸金矿、大尹格庄金矿和蚕庄金矿为公司老牌主力矿山。夏甸金矿地处山东招远、莱西、平度三市交界，矿区面积 86.47 平方公里，截至 24 年 12 月 31 日，矿区查明探矿权范围内探明和控制的可采储量金矿石量 2364 万吨，金金属量 67.23 吨。夏甸金矿于 1984 年建成投产，后几经改造扩建，目前分为 1 号、7 号和北沟三个矿区，生产规模达 132 万吨/年。夏甸金矿高度重视地质勘探工作，每年投入探矿资金 1200 万元以上，每年新增地质储量增长 10 吨以上，确保矿山的良性发展。按照规划生产能力计算，预计矿山服务年限为 32 年。



图表29：公司全球矿山资源版图（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司官网、华泰研究

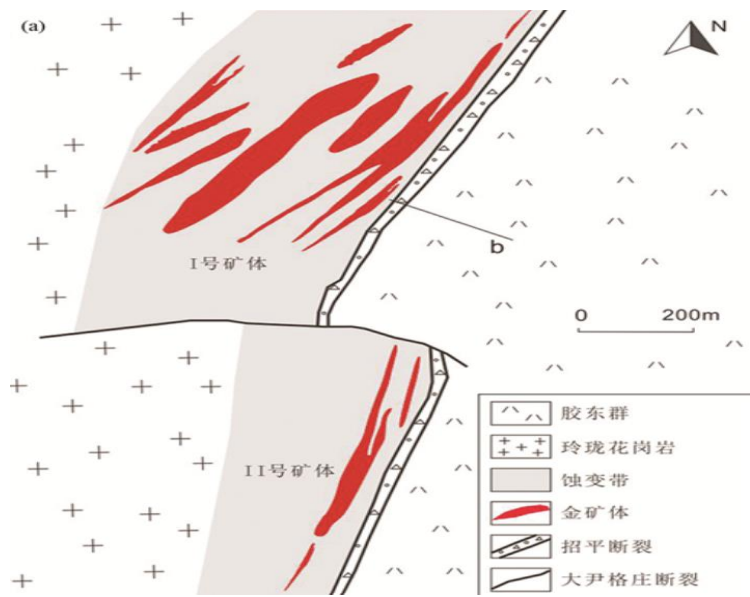
图表30：夏甸金矿可采储量（截至 2024 年 12 月 31 日）

	探明	控制	探明+控制	推断	证实的	概略的	证实+概
矿石量(Mt)	7.50	16.14	23.64	11.03	7.60	16.34	23.94
品位(g/t)	2.86	2.84	2.84	3.36	2.69	2.66	2.67
金属量(t)	21.48	45.75	67.23	37.07	20.43	43.52	63.95

资料来源：公司公告、华泰研究

大尹格庄金矿位于招城以南 18 公里处的齐山镇，矿区内共有大小矿体 26 个，其中 1、2 号矿体为主要矿体。矿区自 1987 年 12 月动工兴建，1991 年 10 月建成投产。截至 2024 年 12 月 31 日，根据 JORC 规范所载标准，大尹格庄金矿的矿产资源探明和控制的可采储量为 100.01 金属吨，平均品位为 2.51 克/吨。2024 年，公司积极推进大尹格庄金矿扩能，目标实现生产规模 8000 吨/日。

图表31：大尹格庄金矿床矿体地质图



资料来源：胶东大尹格庄金矿床成矿流体特征与演化、华泰研究

图表32：大尹格庄金矿可采储量（截至 2024 年 12 月 31 日）

单位	探明	控制	探明+控制	推断	证实的	概略的	证实+粗概
矿石量(Mt)	6.45	33.44	39.89	45.47	6.57	34.07	40.64
品位(g/t)	2.40	2.53	2.51	2.66	2.22	2.33	2.32
金属量(t)	15.49	84.53	100.01	121.07	14.57	79.53	94.10

资料来源：公司公告、华泰研究

蚕庄金矿始建于 1970 年 10 月。建厂初期主要经营石英，1974 年开始进行黄金资源勘探。目前全矿共有黄埠岭、上庄、西山三个矿区。蚕庄矿区建设规模 75 万 t/a，设计最终产品为金精矿，伴生 Ag、S 富集在金精矿中。各矿段均采用地下开采方式。截至 2024 年 12 月，矿区探明和控制的可供储量折合金属量 13.32 吨，平均品位 3.09 克/吨。根据招远市政府相关部门预测，蚕庄-金岭黄金矿业经济区 2025 年可产黄金 15 吨，实现产值约 45 亿元。

图表33：蚕庄金矿可采储量（截至 2024 年 12 月 31 日）

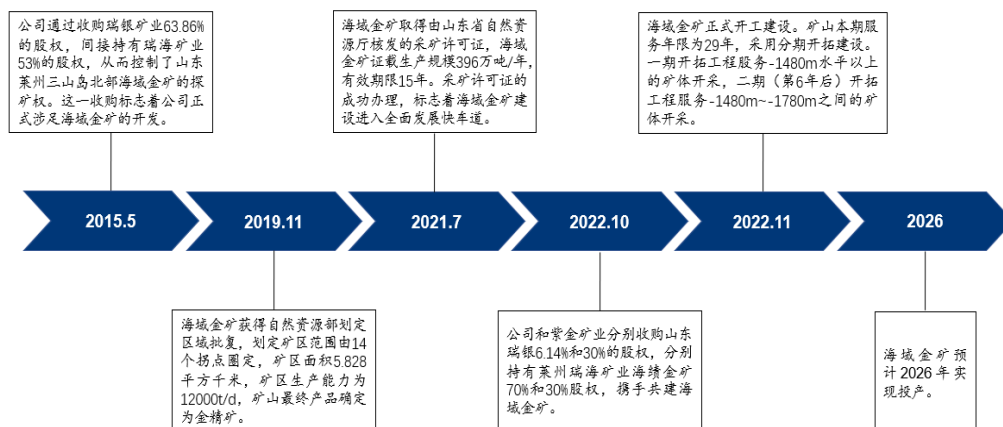
单位	探明	控制	探明+控制	推断	证实的	概略的	合计
矿石量(Mt)	1.10	3.22	4.32	9.19	1.10	3.23	4.32
品位(g/t)	2.96	3.13	3.09	4.20	2.79	2.96	2.92
金属量(t)	3.24	10.09	13.32	38.61	3.07	9.55	12.62

资料来源：公司公告、华泰研究

海域金矿：超大型单体金矿，预计成为公司未来业绩增长重要引擎

公司持有 70%海域金矿股权，同紫金矿业深度合作引领矿山建设。2015 年 5 月，招金矿业全资附属公司金时矿业与瑞海矿业订立股权转让协议，以 27.225 亿元收购瑞海投资持有的瑞银矿业 63.86% 股权，间接持有瑞海矿业有限公司 53% 股权，获得海域金矿控制权。2022 年 10 月，紫金矿业入局海域金矿，收购山东瑞银 30% 的股权。截至 25Q1，招金、紫金双方分别持有海域金矿 70%、30% 股权，发挥协同效应以开发建设海域金矿。

图表34：海域金矿建设历程



资料来源：公司官网、华泰研究

资源体量优势突出，平均品位远超全国平均水平。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，成矿地质条件优越。根据采矿许可证，海域金矿证载生产规模 396 万吨/年，矿区面积 5.828 平方公里，有效期限 15 年。截至 2021 年 12 月 31 日，根据 JORC 规范所载标准，海域金矿的矿产资源量 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨；保有储量 249.66 吨，平均品位 4.86 克/吨，为近 20 年来国内发现的第二大单体金矿。

图表35：海域金矿海上钻探工程地理位置图



资料来源：海域金矿项目环境影响报批表、华泰研究

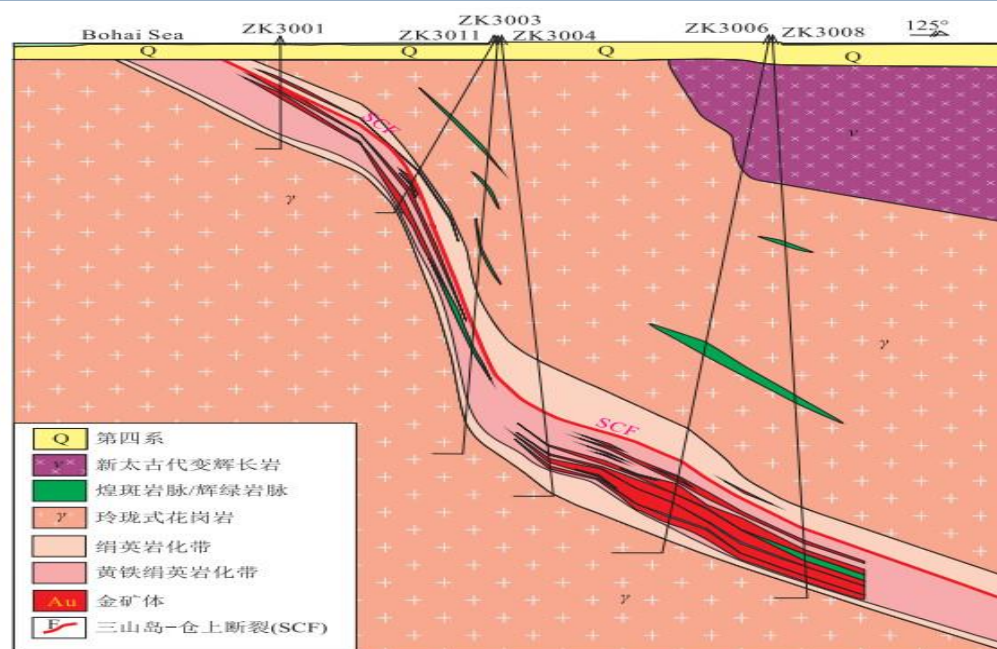
图表36：海域金矿资源量概况（截至 2021 年 12 月 31 日）

	矿石量(万吨)	平均品位(克/吨)	金属量(吨)
探明	15.34	6.25	95.86
控制	36.03	4.27	153.80
探明+控制	51.37	4.86	249.66
推断	82.64	3.78	312.71
资源量合计	134.01	4.20	562.37
证实	14.35	5.68	81.48
概略	33.69	3.88	130.73
证实+概略合计	48.031	4.42	212.21

资料来源：公司公告、华泰研究

项目计划 2026 年投产，低成本、高增量驱动公司业绩增长。2022 年 11 月，海域金矿正式开工建设。项目建设总投资 60 亿元，设计规模为采选 12000t/d，预计 2026 年投产。根据公司测算，达产后预计年产金精矿 26 万吨、黄金 15-20 吨，带动公司黄金产量提升近 50%。基于海域金矿保有黄金资源规模大、品位高、矿石易选、未来探矿潜力大等优势，我们预计其将成为公司重要业绩增长引擎。

图表37：海域金矿矿床 30 线剖面地质图



资料来源：胶东三山岛北海域金矿床热液蚀变作用研究、华泰研究

图表38：海域金矿资源情况（截至 2021 年 12 月 31 日）

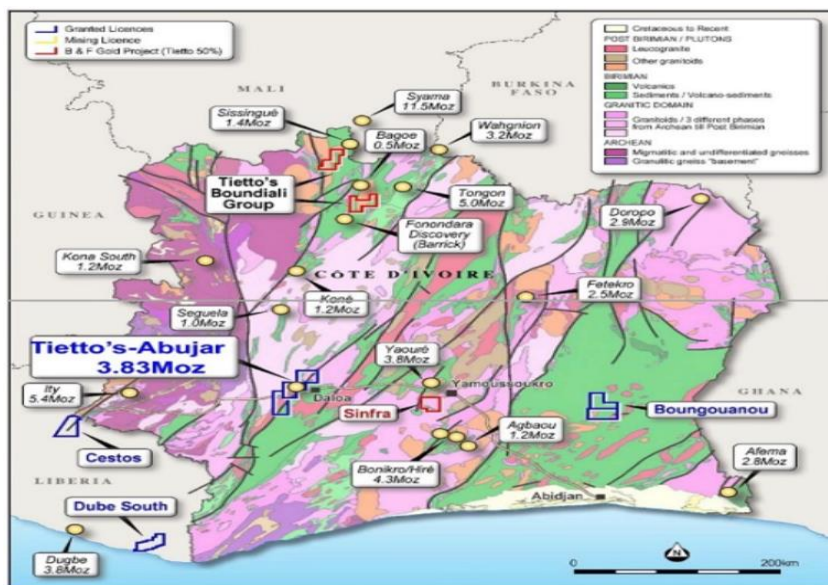
黄金资源保有量 (吨)	生产规模	矿区面积 (km ²)	开采方式	开采深度	产能	年均单位矿石采选总 成本
562.37	396 万吨/年	5.828	地下开采	-60 米至-1956 米	15-20 吨	340 元/吨

资料来源：公司公告、华泰研究

阿布贾金矿：在产大型矿山形成即期业绩贡献，公司海外布局成效显著

完成铁拓矿业 100% 股权并购，控制西非阿布贾金矿。铁拓矿业 (Tietto Minerals) 于 2018 年在澳交所上市，核心资产为位于西非科特迪瓦的阿布贾金矿 (持股 88%)。招金矿业自 2021 年起布局收购铁拓矿业，以基石投资者的身份参与铁拓矿业的股权融资，成为其重要股东。24 年 5 月，招金矿业以 0.68 澳元/股收购尚未持有的剩余铁拓股份，实现对铁拓矿业的完全控制及顺利交接。同年 6 月 6 日，澳交所发布公告，铁拓矿业于当日交易结束时从澳交所正式名单中退市除名。

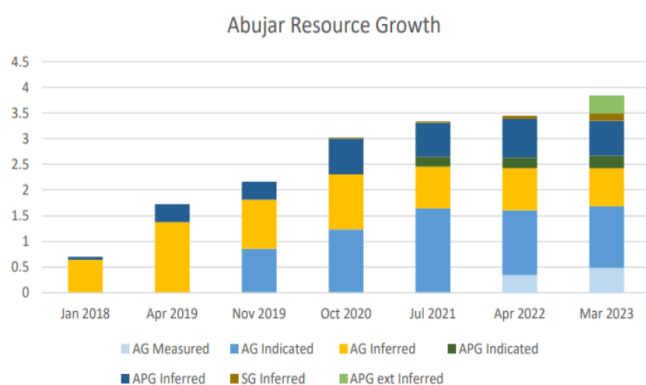
图表39：阿布贾金矿区示意图



资料来源：公司官网、华泰研究

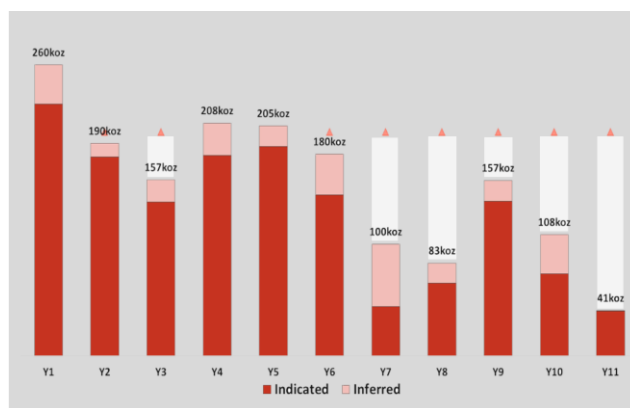
探矿前景较大，有望成为西非 20 大金矿之一。阿布贾露天金矿项目位于西非科特迪瓦，矿权面积 1,114 平方公里，拥有黄金储量 42.3 吨，资源量 119.11 吨，目前已勘探面积不足 10%，未来探矿前景较大，有望成为全球重要产区区域西非的 20 大金矿之一。阿布贾金矿已于 2023 年 7 月达产，2023 年全年产量约 2.92 吨，2024 年 1 季度创下 1.19 吨的生产记录。此次收购将大幅提升招金矿业竞争实力，据公司测算，收购完成后，公司黄金资源量和自产金产量将提升约 9% 和 20%。该金矿 AISC 成本折合人民币约 224 元/克，未来稳定产量约 5.3 吨，按照 750 元/克金价测算产量稳定后，毛利贡献约 28 亿元，对公司增益显著。

图表40：2018-2023 年阿布贾金矿资源量情况（单位：百万盎司）



资料来源：公司官网、华泰研究

图表41：阿布贾金矿未来产量预测表



资料来源：铁拓矿业官网、华泰研究

科马洪金矿：收购近产大型矿山，扩大非洲黄金资源版图

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，拥有良好的成矿地质构造环境和较大找矿潜力。根据权威机构报告，科马洪金矿矿区面积 100km²，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 4.55g/t。科马洪金矿属于近产大型矿山，基础设施完善。根据公司开发规划，下一阶段该项目在具备良好的盈利基础上，将加大其它区块探矿找矿力度，扩建采选规模至 1500t/d，实现年产量 1.77 万吨。



图表42：科马洪金矿区建设图



资料来源：FG Gold 公司官网、华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测

黄金价格假设：截至 2025 年 6 月 30 日，沪金 25 年均价为 724.54 元/克，上文中分析 25 年美国通胀及赤字将是影响金价的核心要素，基于关税扰动常态化及美国财政赤字仍有上升空间的预判下，我们认为金价或仍处于中枢上行趋势，因此假设 25-27 年黄金售价折合人民币分别为 750/780/850 元/克。

黄金产销假设：公司生产的矿产金可分为自产金和外购金两部分。自产金方面，国内在产金矿产销量相对稳定，我们假设 25-27 年国内金矿自产金产量分别为 13/13/13 吨；新增矿山方面，铁拓阿布贾金矿已投产，并在 24Q2 实现并表，25-27 年预计产量分别为 4/5/5 吨；此外海域金矿和科马洪或在 26 年实现投产，预计海域及科马洪项目合计在 26/27 年分别实现产量 1.5/9.5 吨。基于上述判断，我们预计 25-27 年公司合计自产金产量分别为 17/20/28 吨。外购金产销相对稳定，假设 24-27 年产销量均为 2 吨，合计矿产金产销量分别为 19/22/30 吨。

成本假设：国内矿山成本根据历史数据进行假设，预计 25-27 年国内原有矿山的克金成本均为 210 元/克，新收购在产阿布贾金矿由于刚投产不久，前期生产成本较高，预计 25-27 年克金成本分别为 390/380/380 元/克；加权平均克金成本分别为 252/267/253 元/克。

其他业务假设：由于公司其他业务占比较小，我们假设 25-27 年公司其他业务营收和营业成本均每年同比增长 5% 维持稳定。

期间费用率假设：2024 年公司销售/管理费率为 0.42%/12.76%，假设公司费率维持稳定 25-27 年销售/管理费用率均维持不变。

图表 43：公司主营业务收入及假设

黄金业务	单位	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
黄金价格	元/克	391.98	430.00	560.85	750.00	780.00	850.00
黄金产量	吨	12.80	13.60	15.39	17.00	19.50	27.50
克金成本	元/克	214.00	220.85	231.68	252.35	266.67	253.09
黄金营业收入	亿元	71.90	76.72	105.40	145.04	170.24	253.29
黄金营业成本	亿元	42.67	40.61	46.90	51.46	61.62	80.46
毛利	亿元	29.24	36.11	58.50	93.58	108.62	172.83
毛利率	%	40.66%	47.07%	55.50%	64.52%	63.81%	68.23%
其他假设	单位	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费率	%	0.42%	0.37%	0.42%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费费率	%	16.57%	15.46%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%
合计期间费率	%	16.99%	15.83%	13.18%	13.16%	13.16%	13.16%
归母净利润		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	亿元	4.02	6.86	14.51	27.96	34.72	54.64
Yoy	%	1092.73%	70.77%	111.38%	92.66%	24.20%	57.37%

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测

估值：给予“买入”评级

我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 27.96/34.72/54.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.79/0.98/1.54 元。

选取黄金行业主要上市公司山东黄金、中金黄金、赤峰黄金以及山金国际作为可比公司。25 年可比公司 Wind 一致预期 16.91X PE，公司海域金矿投产在即，该项目满产后或实现 10-15 吨矿产金增量，增量显著，考虑公司未来高成长性，给予 25 年 27X PE，基于 2025 年 7 月 9 日港币兑人民币汇率为 0.91，对应目标价为 23.44 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

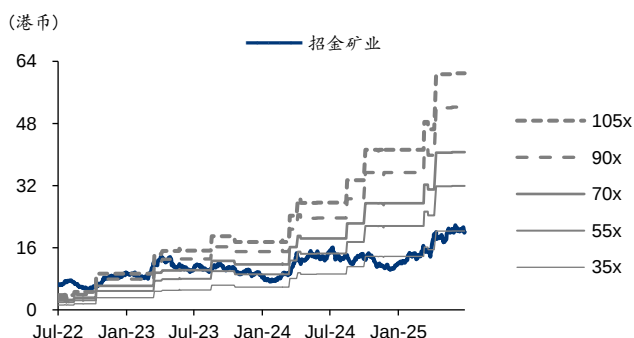
图表44：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600547 CH	山东黄金	31.40	1.35	1.70	1.95	23.22	18.43	16.11
600489 CH	中金黄金	13.78	0.97	1.15	1.30	14.16	12.03	10.62
600988 CH	赤峰黄金	23.85	1.62	1.84	2.05	14.70	13.00	11.64
000975 CH	山金国际	18.55	1.19	1.43	1.79	15.58	13.01	10.39
平均值		-	-	-	-	16.91	14.12	12.19

注：数据截至 2025 年 7 月 9 日

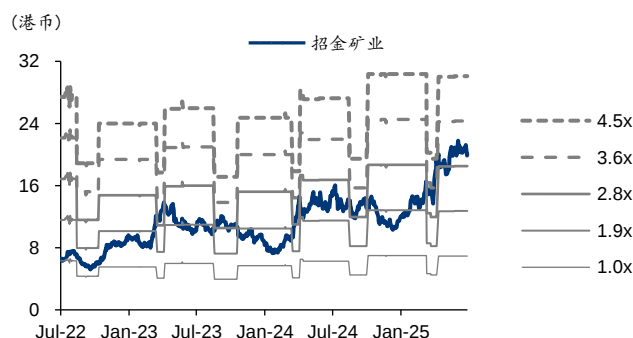
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表45：招金矿业 PE-Bands



资料来源：S&P，华泰研究

图表46：招金矿业 PB-Bands



资料来源：S&P，华泰研究

风险提示

- 1) 新建产能不及预期：如果公司新建产线/矿山建设进度不及预期，则影响公司未来产能释放；
- 2) 美联储降息不及预期，特朗普加关税幅度较小，美国财政赤字收缩造成模型拟合目标价下调，金价上涨幅度不及预期。

免责声明

分析师声明

本人，李斌，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 招金矿业（1818 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 招金矿业（1818 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 招金矿业（1818 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司