

海域金矿投产有望显著增厚公司业绩

——招金矿业（HK1818）深度报告

股票投资评级：买入|首次覆盖

李帅华/杨丰源

中邮证券研究所 有色团队

中邮证券

发布时间：2025-07-31

- **国际领先的黄金矿石提供商：**公司是集勘探、开采、选矿、冶炼于一体的综合性矿业集团，前身为1974年成立的招远县黄金矿山局。总部位于“中国金都”山东省招远市。主营业务以黄金为主，金价上行，公司业绩充分释放，2024年公司营业收入为115.5亿元，同比增长37.1%；2024年归母净利润为14.51亿元，同比增长111.3%。
- **成本控制一贯优异：**公司成本控制能力经历了时间考验。2015年，公司矿产金生产成本为135元/g，2024年，矿产金生产成本提升至231元/g，成本年化提升5.5%。同期沪金年化涨幅超过9%，因此公司矿产金毛利率不断提升，从2015年的44%提升至2024年的59%。
- **紫金矿业为公司第二大股东：**2022年底，紫金矿业以40.6亿元收购复星系持有的招金矿业的20%H股，成为公司第二大股东。目前紫金矿业通过金山国际持股18.95%。高管团队呈现内部培养为主，紫金入主后，招金管理层引入四位紫金矿业高管，形成协同发展。
- **海域金矿投产在即：**公司和紫金矿业分别持有海域金矿70%/30%的股权，预计投产后年产金达到15-20吨，由于海域金矿品位较高，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），综合成本有望进一步下降。海域矿业投产后，公司矿产金产量显著提升，且生产成本较低，有望增厚公司业绩。
- **海外拓展，收购阿布贾金矿和科马洪金矿：**公司2024年完成铁拓矿业和西金矿业收购，铁托矿业旗下的阿布贾金矿年产黄金超过4吨，科马洪金矿属于近产大型矿山，短期内有望取得盈利。
- **盈利预测：**预计2025-2027年，公司营业收入分别为162/177/194亿元人民币，归母净利润分别为39.18/47.90/56.07亿元人民币，增速为170%/22%/17%。PE分别为16.72/13.68/11.68。考虑到公司海域金矿有望在27年后逐步投产释放产量，其低成本与高产量有望在未来显著增厚公司业绩，因此给予“买入”评级。
- **风险提示：**金价大幅下跌；海域金矿投产时间不及预期；海域金矿投产后成本高于预期。

目录

- 一 | **招金矿业：国际领先的黄金矿石提供商**
- 二 | **黄金行业：上行趋势不改，黄金大时代来临**
- 三 | **盈利预测**
- 四 | **风险提示**

—

招金矿业：国际领先的黄金矿石提供商

1.1 公司经历“扩张 - 停滞 - 扩张”三阶段

- 招金矿业是集勘探、开采、选矿、冶炼于一体的综合性矿业集团，前身为 1974 年成立的招远县黄金矿山局。公司成立于2004年4月，总部位于“中国金都”山东省招远市。2004年成立以来，公司经历了快速扩张、停滞、海外扩张三个发展时期。
- **2004-2012年：**通过招金集团资产注入和对外收购，公司实现了快速扩张，奠定了资源与资本双重优势。
- **2013-2019年：**金价下跌叠加管理层变动，公司发展战略趋向于稳定。
- **2020年-至今：**“高质量资源”与“高效采矿”的“双 H”战略驱动，力求打造“国内一半、国外一半”的全球化布局。

图表1：公司发展历史

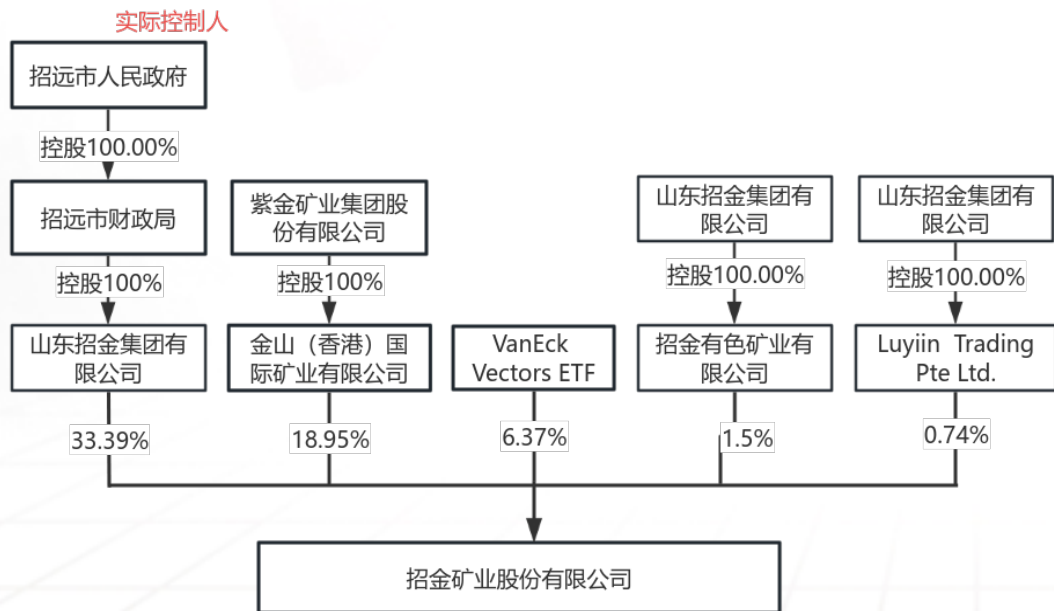


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 紫金矿业入主，公司管理层实现革新

- 实际控制人：山东招远市人民政府
 - 第一大股东：控股股东为山东招金集团有限公司，持股33.39% (其中18.18%为内资股，15.22%为H股)，通过招金有色和Luyin分别持股1.5%和0.74%。
 - 第二大股东：2022年底，紫金矿业旗下金山香港以40.6亿元收购复星系豫园持有的招金矿业的20%H股，成为公司第二大股东。目前紫金矿业通过金山国际持股18.95%。
- 紫金矿业是全球领先的综合性矿业集团，在黄金、铜、锌等金属资源开发方面拥有丰富的经验，入股招金矿业后，双方围绕五个方面的协同展开深度合作。

图表2：招金矿业股权结构



资料来源：IFinD，中邮证券研究所

图表3：双方围绕五大协同展开深度合作



体制机制协同

通过全面合作，注入新的管理要素，激发体制机制活力，建立更加科学高效、更加贴近市场、更加适应国际化竞争的管理新机制。

投资开发协同

紫金矿业国际化并购经验成熟丰富，双方将在国际投资开发和项目资源方面搭建合作平台，实现深度共享，抱团发展。

技术创新协同

双方在深井开采、难选冶攻关、“三率”提升、找矿探矿等领域，开展深入合作与技术突破。

人才共建协同

双方将聚焦复合人才、创新人才、拔尖人才的培养，畅通交流互动渠道，建立健全“投融管退”全方位人才培养体系。

产业发展协同

双方将在产业布局、发展链条和资源配置等方面，实现更广泛、更深层的互补与协同，催生“1+1>2”的化学反应。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 紫金矿业入主，公司管理层实现革新

- 招金矿业组织架构与紫金矿业类似。第八届董事会由 12 名董事组成，董事会下设五大专业委员会。此外，公司还设有监事会。
- 招金矿业的管理层整体呈现较高稳定性。高管团队呈现内部培养为主，紫金入主后，招金管理层引入四位紫金矿业高管，与招金形成人才协同。其中龙翼任副董事长，王培武任执行董事，胡进任股东代表监事，尹记文任财务总监。
- 管理层大多具备地质背景。新任董事长及总裁均具备地质背景，且长期在公司生产一线任职，具备丰富业务和管理经验，董事会团队平均年龄54岁。

图表4：董事会介绍

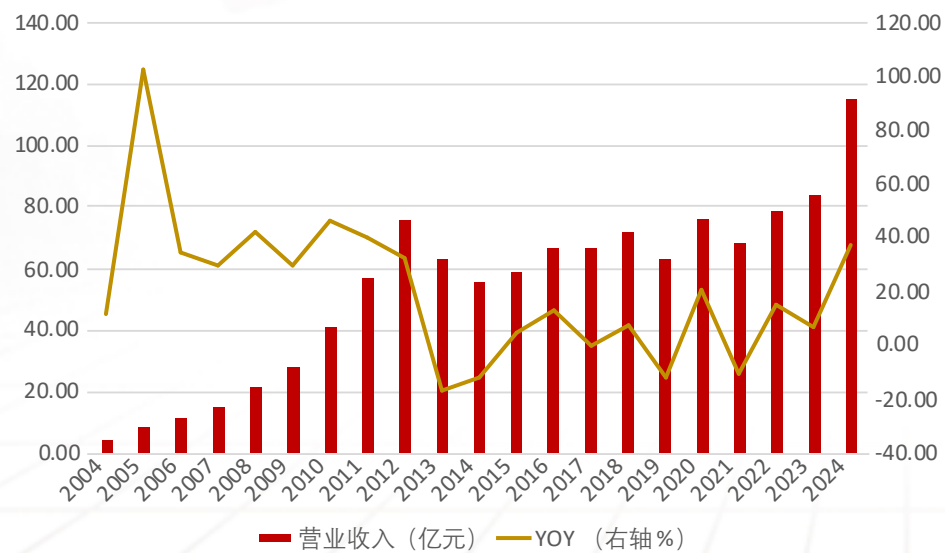
姓名	职位	学历	年龄	2024年度薪酬 (万元)
姜桂鹏	董事长	本科，山东理工大学采矿工程专业	46	108.70
龙翼	副董事长,非执行董事	博士，东北大学采矿工程专业	49	--
王立刚	执行董事	硕士，山东经济学院劳动经济管理专业	53	95.00
姜桂鹏	执行董事	本科，山东理工大学采矿工程专业	46	108.70
段磊	执行董事	本科，山东科技大学，采矿工程专业	43	98.10
王培武	执行董事	本科，山东矿业学院采矿工程专业	51	5.40
李广辉	非执行董事	硕士，河北煤炭建筑工程学院采矿工程专业	53	--
栾文敬	非执行董事	本科，哈尔滨理工大学，经济专业	51	--
陈晋蓉	独立非执行董事	硕士，中国人民大学	66	16.00
蔡思聪	独立非执行董事	硕士，英国韦尔斯、澳大利亚蒙纳士、林肯大学	66	16.00
申士富	独立非执行董事	博士，北京矿冶研究总院教授	59	16.00
魏俊浩	独立非执行董事	博士，中国地质大学(武汉)资源学院教授	64	16.00

资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 公司业绩自2021年进入上行期

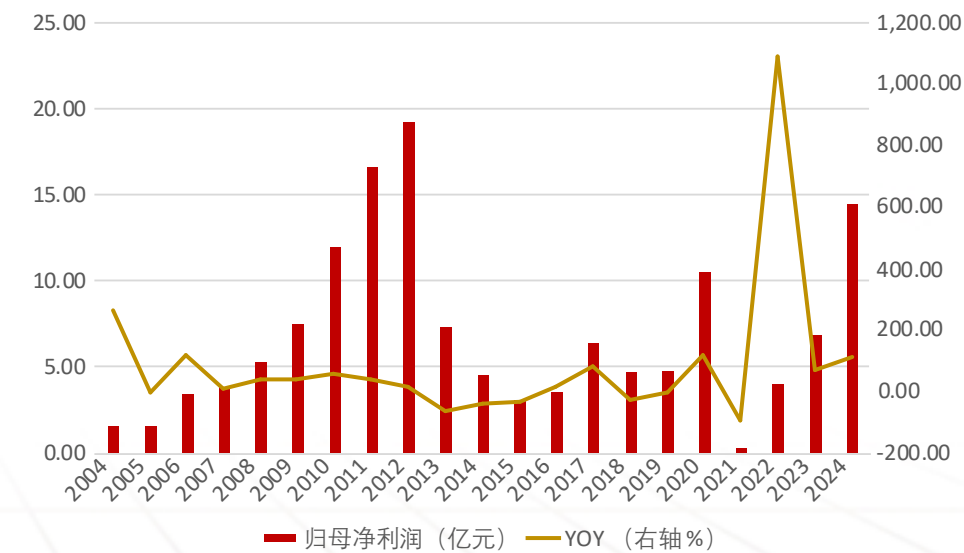
- 公司营业收入及归母净利润自2021年以来持续上升。2021年山东栖霞民营金矿发生事故，山东省开展非煤矿山安全专项整治，招金矿业部分矿井临时停产，直接影响黄金产量，导致公司营收及归母净利润下滑。2022年，安全生产排查工作持续深入开展，招金矿业顺利通过各项检查验收。此后生产经营步入正轨，营业收入及归母净利润连续三年实现稳步增长。2024年公司营业收入为115.5亿元，同比增长37.1%；2024年归母净利润为14.51亿元，同比增长111.3%，公司业绩自2021年以来实现显著提升。
- 未来：黄金产量提升、金价高位震荡，有望进一步提升公司业绩。

图表5：2004-2024年公司营收及同比



资料来源：IFinD，中邮证券研究所

图表6：2004-2024年公司归母净利润及同比

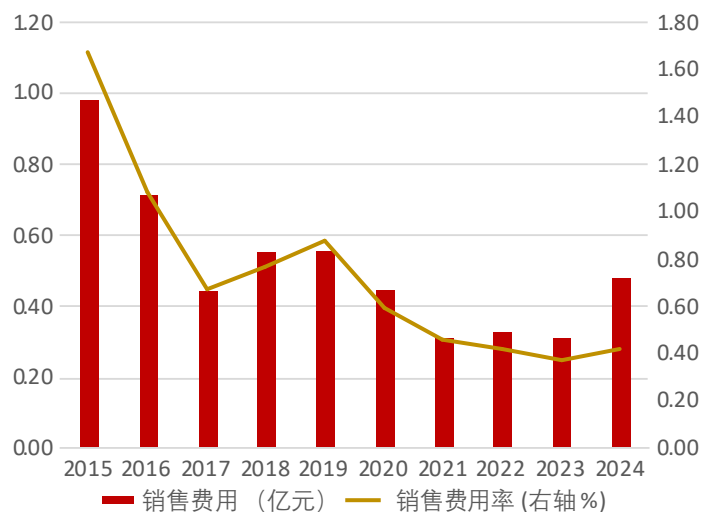


资料来源：IFinD，中邮证券研究所

1.4 公司费用率持续优化

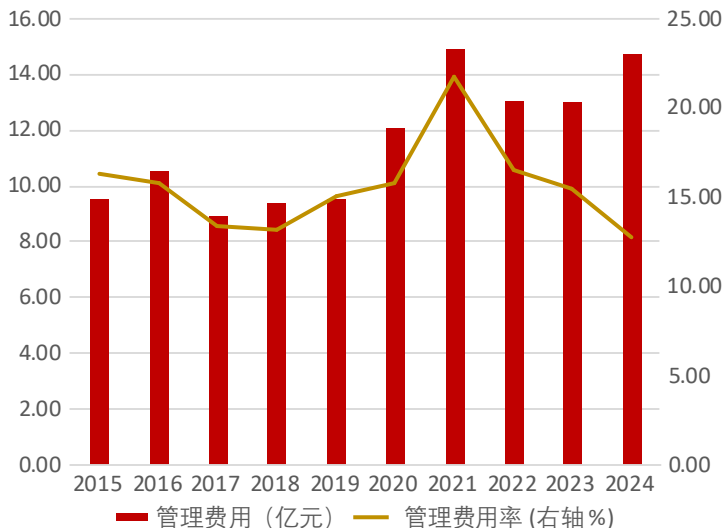
- 近年来招金矿业三大费用率均整体呈下降趋势。2021年至2024年，销售费用率从0.46%下降0.04pct至0.42%，公司管理费用率从21.81%下降9.05pct至12.76%，财务费用率从8.86%下降4.15pct至4.71%。
- 绝对值方面，自2021年以来，公司销售费用呈上升趋势，为0.48亿元，同比增加54.36%。2024年管理费用为14.74亿元，较上一年有所增加，较2021年下降了1.5%。财务费用自2020年以来持续呈波动下行趋势，2024年为5.45亿元，同比减少10.4%，较2020年下降22%。

图表7：2015-2024年公司销售费用



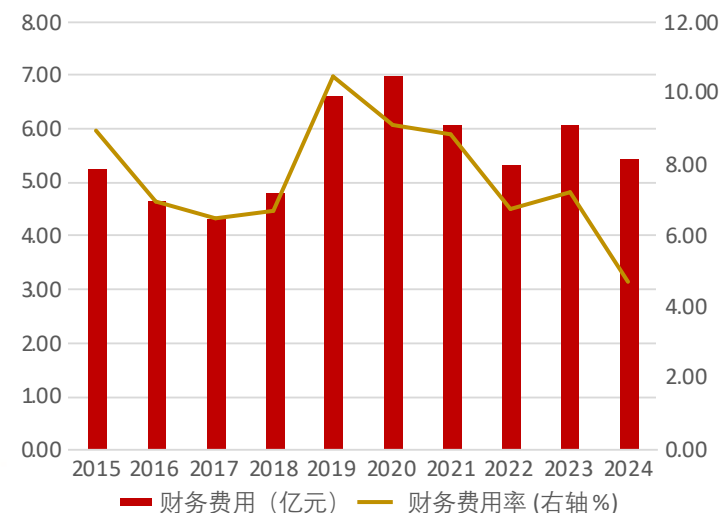
资料来源：IFinD，中邮证券研究所

图表8：2015-2024年公司管理费用



资料来源：IFinD，中邮证券研究所

图表9：2015-2024年公司财务费用

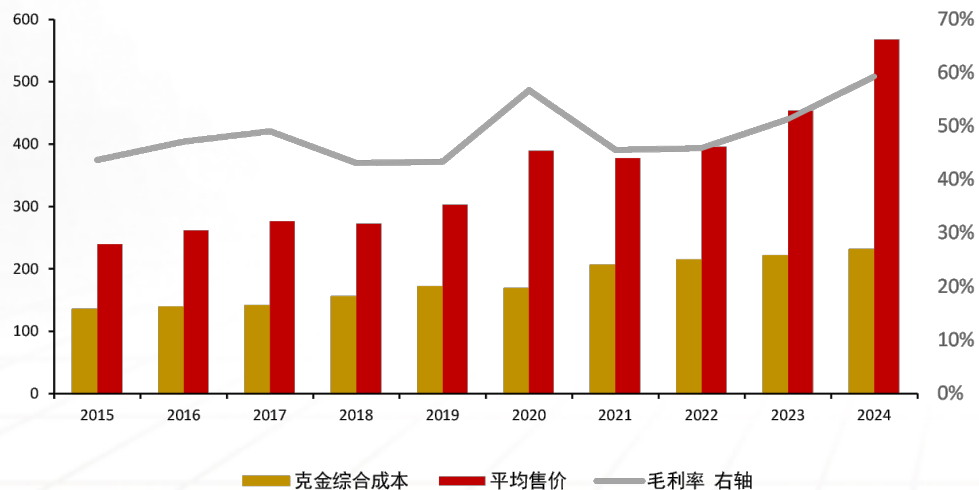


资料来源：IFinD，中邮证券研究所

1.5 成本稳定，产量逐步提升

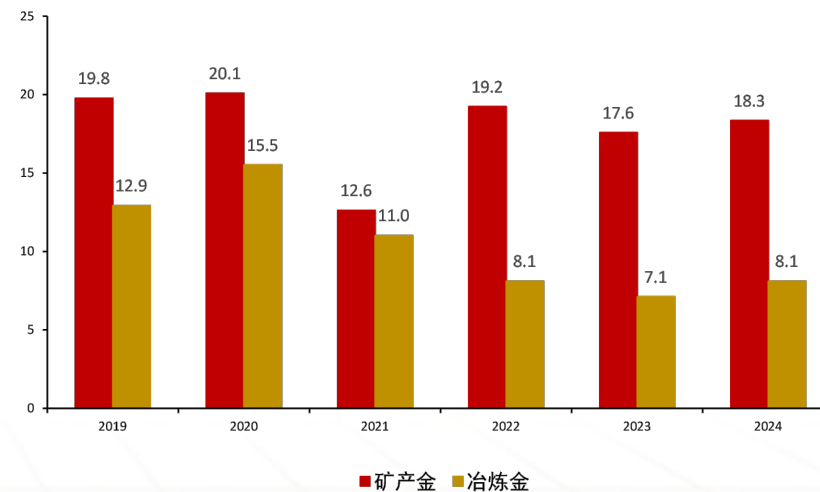
- 公司成本控制能力经历了时间考验。2015年，公司矿产金生产成本为135元/g，2024年，矿产金生产成本提升至231元/g，成本年化提升5.5%。同期沪金年化涨幅超过9%，因此公司矿产金毛利率不断提升，从2015年的44%提升至2024年的59%。
- 公司产量分析：2021年由于省内金矿事故影响产量，随后逐步恢复，2024年矿产金产量达到18.3吨；冶炼金产量则略有下滑，2024年冶炼金产量为8.1吨。

图表10：公司克金成本和毛利率（元/g，%）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表11：公司矿产金和冶炼金产量（吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.6 海域金矿投产在即

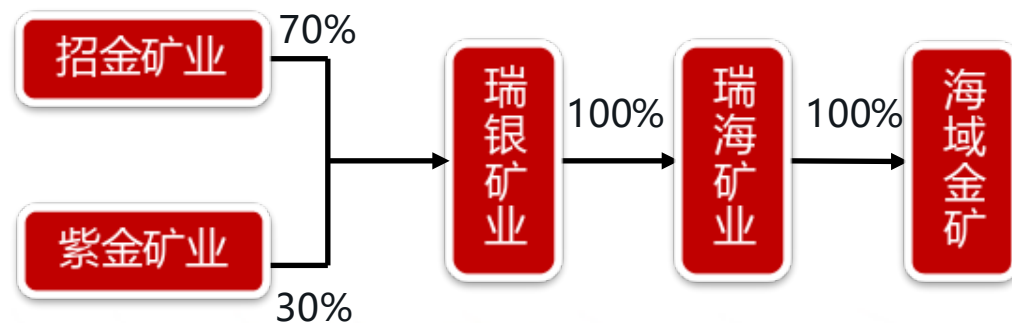
- 海域金矿成矿地质条件优越，且地理位置优越，附近大中型金矿密布。据公司公告，海域金矿位于胶东地区一级成矿带三山岛-仓上断裂成矿带，西南部毗邻三山岛金矿，与莱州港为邻。矿区地处渤海湾，近岸及海底地形低平，属滨海平原沉积地貌，附近大中型金矿密布（三山岛、仓上、寺庄、新城、焦家等矿山），周边基础设施完善、水陆交通便利、电力供应充足。海域金矿是国内第二大单体金矿，保有黄金资源量562吨，品位高达4.20克/吨，未来或仍具备探矿潜力。
- 招金矿业于2015年5月以27.2亿元收购瑞银矿业63.86%股权，2022年10月再度以8.15亿元收购瑞银矿业6.14%股权；2022年10月，紫金矿业通过协议转让方式出资人民币39.845亿元收购博文矿业持有的瑞银矿业30%股权。瑞银矿业持有瑞海矿业100%股权，而瑞海矿业持有海域金矿100%权益。收购完成后，招金矿业与紫金矿业分别持有海域金矿70%和30%的股权。

图表12：海域金矿资源量及储量

类别	矿石量	金品位	金金属量
	百万吨	克/吨	吨
资源量			
探明	15.343	6.25	95.86
控制	36.028	4.27	153.8
探明+控制	51.37	4.86	249.66
推断	82.643	3.78	312.71
储量			
证实的	14.345	5.68	81.48
概略的	33.686	3.88	130.73
合计	48.031	4.42	212.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表13：海域金矿股权结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.6 海域金矿投产在即

- 海域金矿投产在即，该项目建设总投资约 60 亿元，设计规模为采选 12,000 吨/日，年处理矿石量 396 万吨；年黄金产量将达到15-20吨，归属于公司权益产量约 10.5-14 吨，矿山总服务年限约 23 年。
- 成本预估：达产后年均单位矿石采选总成本为340元/吨，矿山开发早期开采高品位矿体（约6克/吨），采选成本达到60元/g左右。按照平均品位估计，采选成本在85元/g左右。即使考虑到50%的贫化率，成本也仅为170元/g，具备显著的成本优势。

图表14：海域金矿项目开展关键时间线

时间	进展
2020年10月	项目获发改委核准批复
2020年12月	水土保持方案获得许可
2021年3月	环境影响报告书获批复
2021年7月	取得山东省核发的采矿许可证（有效期至2036年7月）
2022年10月	完成全流程审批，具备全面开工条件
2024年7月	主井提升系统安装完成，进入空载试运行阶段
2024年10月	井下应急排水孔工程竣工
2025年5月	入选山东省重点项目，2号辅助斜坡道贯通实现“五竖一斜”工程全面贯通
2025年7月	选矿系统带水试车，攻克大体积混凝土一次性浇筑和海岸矿山高腐蚀环境防腐两大难题

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表15：海域金矿主要指标

指标名称	参数
资源量	562.37吨
平均品位	4.20 g/吨
设计采选规模	12,000 吨/日
年处理矿石量	396 万吨
单位采选成本	340 元/吨
预计年产量	15-20 吨

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.6 海域金矿投产在即

- 海域矿业归母净利润敏感性分析：
- 条件：满产后年产20吨黄金，股权占比70%。单位三费假设100元/g。
- 若金价提升至850元/g，生产成本控制在150元/g左右，海域矿业贡献的归母净利润达到63亿人民币。可显著增强公司业绩。

图表16：海域金矿弹性测算

海域矿业归母净利润		金价 元/g									
		750	770	790	810	830	850	870	890	910	930
海域生产成本 元/g	120	56	58	60	62	64	66	68	70	72	75
	130	55	57	59	61	63	65	67	69	71	74
	140	54	56	58	60	62	64	66	68	70	72
	150	53	55	57	59	61	63	65	67	69	71
	160	51	54	56	58	60	62	64	66	68	70
	170	50	53	55	57	59	61	63	65	67	69
	180	49	51	54	56	58	60	62	64	66	68
	190	48	50	53	55	57	59	61	63	65	67
	200	47	49	51	54	56	58	60	62	64	66
	210	46	48	50	53	55	57	59	61	63	65
	220	45	47	49	51	54	56	58	60	62	64

资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.7 收购阿布贾金矿和科马洪金矿

铁拓矿业：

- 铁拓矿业是西非最新的黄金生产商，核心矿区为阿布贾金矿。铁拓矿业持有阿布贾金矿88%的股份。
- 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日对目标公司剩余股权开启强制收购。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，对阿布贾金矿权益为88%。

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。
- 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。

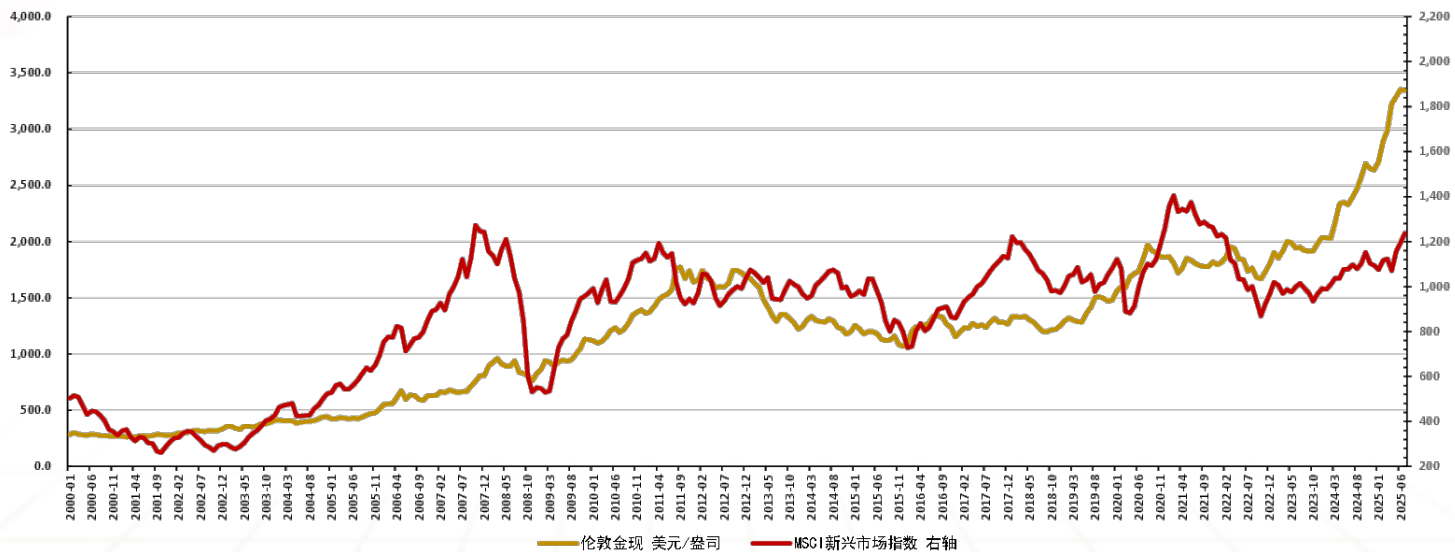
二

上行趋势不改，黄金大时代来临

2.1 2022年至今，黄金市场边际交易者发生较大的变化

- 黄金某种意义上可以看作新兴市场的低贝塔投资品。过去十年，新兴市场创造了全球三分之二的GDP增长。国家层面而言，金砖国家作为重要的制造国以及资源国，对西方国家有着相当可观的贸易顺差，贸易顺差获得美元之后部分转换为黄金，产生了对黄金的需求，同时国家经济的发展推动了发展中国家民间对黄金的需求。因此如下图可以看到，黄金价格和新兴市场发展的高度相关性。

图表17：黄金某种意义上可以看作新兴市场的低贝塔投资品

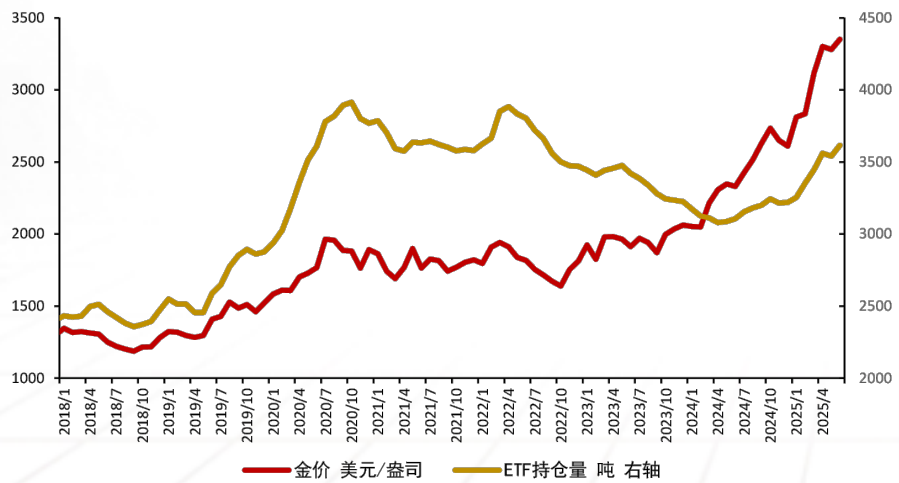


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.1 2022年至今，黄金市场边际交易者发生较大的变化

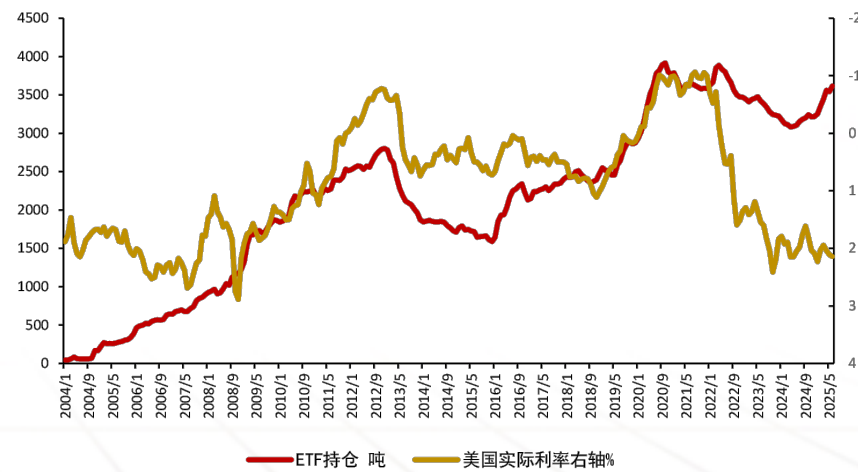
- 西方发达国家与新兴市场完全不同，投资的影响力在趋弱甚至失效。西方投资者的需求与金价之间曾经存在的紧密联系——实际利率框架，在2022年之后已经消失不见。在黄金不断新高的局面下，黄金ETF的持有量反而在下降：尽管2024年9月之后，黄金ETF出现一定的净流入，但自2022年4月-2024年7月，ETF黄金净流出量达到730吨左右，持仓量下降了19%。简单根据ETF持仓量进行推导，如果市场还停留在过去的实际利率框架，目前的伦敦金价应该在1600美元/盎司左右。
- 2025年，随着金价继续上行至3000美金以上，黄金ETF开始了净流入，根据世界黄金协会，从2024年12月至2025年4月，全球黄金ETF净流入了超过340吨，同比提升了10.6%，但如果关注美国实际利率，其依然在2%左右徘徊，没有出现下行趋势。这是因为在黄金价格不断新高的局面之下，以往根据实际利率来投资黄金的交易者框架同样出现了动摇，ETF资金买入黄金也成为了金价在2025年4月出现高点强大助力。

图表18：ETF持有量和金价的关系2022年后开始脱节



资料来源：世界黄金协会，Wind，中邮证券研究所

图表19：ETF持仓量依然跟随美国实际利率

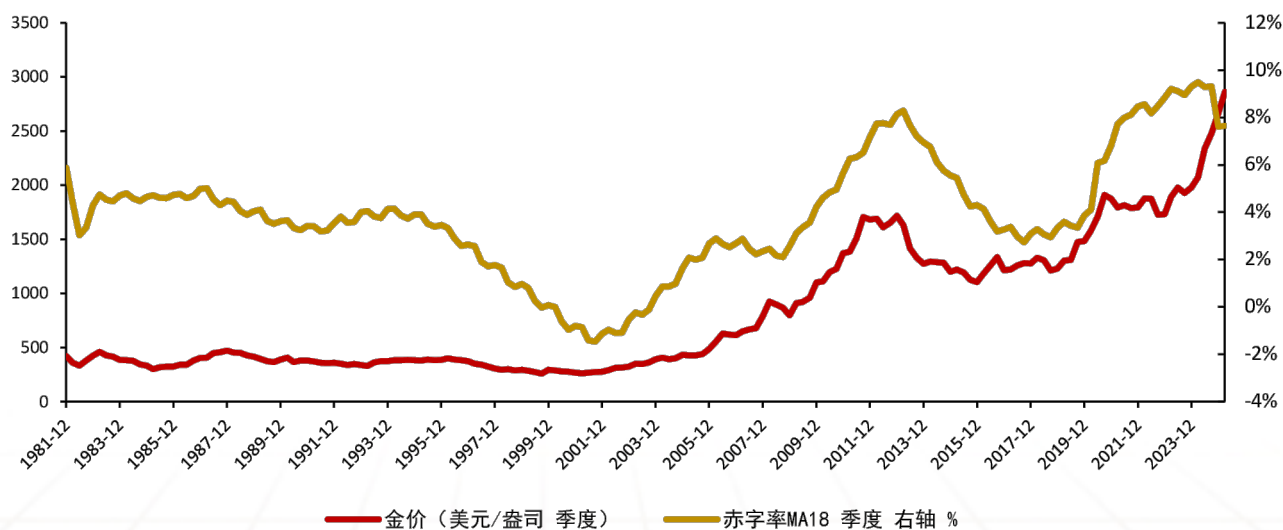


资料来源：世界黄金协会，Wind，中邮证券研究所

2.2 赤字率和黄金的关系在2025年依然存在

- 黄金的本质之一是对货币信用的定价。
- 我们在之前的报告中一直用赤字率对货币信用进行衡量。这个逻辑目前仍不会变，尽管市场中部分投资者认为2025年美国赤字率不会再有继续上升的空间，原因是由于DOGE的成立，亦或是特朗普结束地缘政治的预期。但我们认为只要减税政策实质发生，美国的赤字率不会有太大的下降空间。而赤字率只要不下降，美债的供给就不会下降，这是黄金对美债进行替代的逻辑中非常重要的一环。

图表20：赤字率与黄金的关系

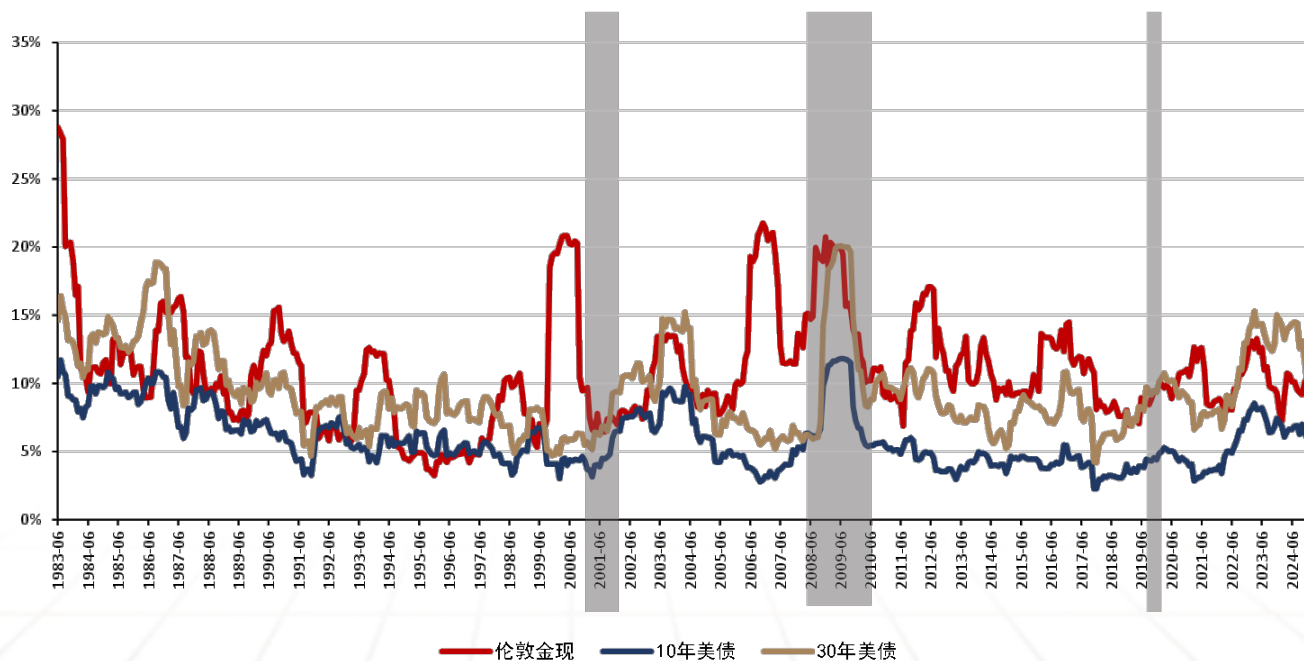


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3 供给压力：黄金远小于美债，且需求端更稳健

- 黄金在一定程度上和债券类似（波动性类似、流动性足够且没有任何信用风险），是美国长期国债的潜在替代品，最近2年的波动率介于十年美债和三十年美债之间。下图为黄金、美国十年期国债、美国三十年期国债的滚动年化波动率，1983年6月-2024年12月。
- 黄金对美债的替代来源于本质还是来源于信用，部分是来自于上文的赤字率，同时也来源于地缘政治不稳局面下的大类资产配置多元化，比如俄罗斯资产被冻结以及存在被没收的风险。

图表21：黄金和长期国债具有相当类似的波动率

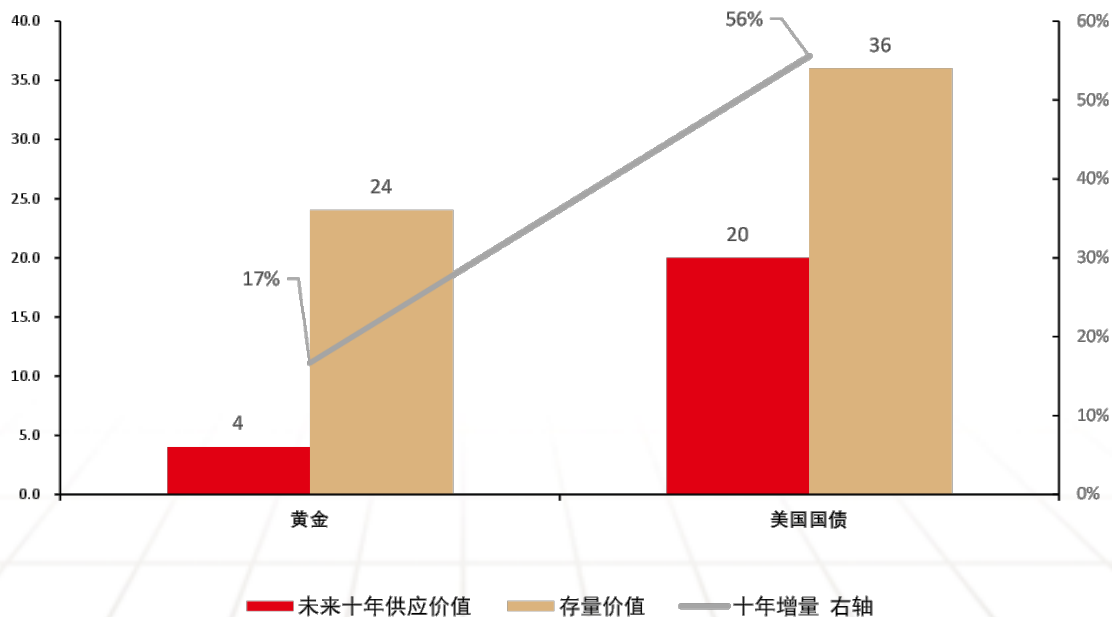


资料来源：Wind，标普，中邮证券研究所

2.3 供给压力：黄金远小于美债，且需求端更稳健

- 信用的角度而言，在财政主导的时代，美国的赤字率难以下降，那么美债的供给就会持续存在压力。2023年，美国财政赤字为1.78万亿，2024年美国财政赤字超过了2万亿。赤字需要发行债券来为其融资。因此未来十年内，假设赤字不再增长（最极端保守的情况），那么除了到期的美国国债外，美国还将额外发行约20万亿美元的新国债。以上，美债的供给端存在巨大的刚性，平均每年2万亿美元的缺口需要其进行弥补；而需求端，在特朗普“以邻为壑”的关税政策之下，可能造成未来中日欧等经济体的逆差化，从而在美债的边际需求端造成负面的影响。
- 黄金每年同样在被不断开采，但在供给压力上会小一些。黄金年产量在3600吨左右，按照目前3400美元/盎司的价格计算，每年矿产金的价值在3935亿美元左右。根据世界黄金协会，截至2023年末，世界开采的黄金不到22万吨，价值总量大约24万亿美元。假设产量稳定，未来10年开采的黄金价值预计仅有不足4万亿美元，未来十年的增量在17%左右。相比于20万亿美元左右的国债——50%以上增量而言，供给端压力较小。

图表22：供给而言，黄金相比美债具备相对优势（万亿美元）





盈利预测

3.1 盈利预测

- 预计2025-2027年，公司营业收入分别为162/177/194亿元人民币，归母净利润分别为39.18/47.90/56.07亿元人民币，增速为170%/22%/17%。PE分别为16.72/13.68/11.68。
- 考虑到公司海域金矿有望逐步投产释放产量，其低成本与高产量有望在未来显著增厚公司业绩，因此给予“买入”评级。

图表23：盈利预测（股价截止2025年7月29日，EPS单位为元）

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11551	16200	17720	19400
(+/-) (%)	37%	40%	9%	9%
归母净利润	1451	3918	4790	5607
(+/-) (%)	111%	170%	22%	17%
EPS	0.35	1.11	1.35	1.58
P/E	28.81	16.72	13.68	11.68

资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 财务报表

图表24：财务报表和主要财务比率（股价截止2025年7月29日，单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,891	16,454	20,742	25,874
现金	2,030	3,771	7,491	11,716
应收账款及票据	176	247	270	296
存货	6,246	7,075	7,239	7,721
其他	5,439	5,361	5,742	6,142
非流动资产	39,677	42,229	42,543	42,850
固定资产	18,456	18,509	18,558	18,605
无形资产	17,180	17,296	17,406	17,511
其他	4,041	6,424	6,579	6,734
资产总计	53,568	58,683	63,286	68,725
流动负债	14,435	14,923	14,463	14,089
短期借款	10,433	9,433	8,433	7,433
应付账款及票据	826	935	957	1,021
其他	3,177	4,556	5,074	5,636
非流动负债	13,940	14,368	14,168	13,968
长期债务	10,908	10,708	10,508	10,308
其他	3,033	3,660	3,660	3,660
负债合计	28,376	29,291	28,631	28,057
普通股股本	3,402	3,402	3,402	3,402
储备	17,793	21,534	26,324	31,931
归属母公司股东权益	21,184	24,925	29,715	35,322
少数股东权益	4,009	4,467	4,940	5,346
股东权益合计	25,192	29,392	34,655	40,668
负债和股东权益	53,568	58,683	63,286	68,725

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,597	7,399	7,572	8,052
净利润	1,451	3,918	4,790	5,607
少数股东权益	401	458	473	406
折旧摊销	1,355	1,832	1,840	1,848
营运资金变动及其他	-609	1,190	469	190
投资活动现金流	-5,296	-3,757	-2,156	-2,156
资本支出	-2,070	-2,000	-2,000	-2,000
其他投资	-3,226	-1,757	-156	-156
筹资活动现金流	1,815	-1,900	-1,697	-1,671
借款增加	2,199	-1,200	-1,200	-1,200
普通股增加	1,568	0	0	0
已付股利	-311	-177	0	0
其他	-1,641	-523	-497	-471
现金净增加额	-886	1,742	3,720	4,225

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,551	16,200	17,720	19,400
其他收入	0	0	0	0
营业成本	7,029	7,961	8,146	8,688
销售费用	48	68	74	81
管理费用	1,474	1,620	1,772	1,940
研发费用	0	0	0	0
财务费用	545	492	440	359
除税前盈利	2,229	5,996	7,209	8,237
所得税	378	1,619	1,947	2,224
净利润	1,851	4,377	5,263	6,013
少数股东损益	401	458	473	406
归属母公司净利润	1,451	3,918	4,790	5,607
EBIT	2,773	6,488	7,650	8,596
EBITDA	4,128	8,320	9,490	10,444
EPS (元)	0.35	1.11	1.35	1.58

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	37.12%	40.25%	9.38%	9.48%
归属母公司净利润	111.35%	170.09%	22.24%	17.07%
获利能力				
毛利率	39.15%	50.86%	54.03%	55.22%
销售净利率	12.56%	24.19%	27.03%	28.90%
ROE	6.85%	15.72%	16.12%	15.87%
ROIC	4.95%	9.56%	10.42%	10.74%
偿债能力				
资产负债率	52.97%	49.91%	45.24%	40.82%
净负债比率	76.65%	55.69%	33.04%	14.81%
流动比率	0.96	1.10	1.43	1.84
速动比率	0.47	0.63	0.93	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.29	0.29	0.29
应收账款周转率	57.21	76.64	68.58	68.61
应付账款周转率	10.44	9.04	8.61	8.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	1.11	1.35	1.58
每股经营现金流	0.76	2.09	2.14	2.27
每股净资产	6.23	7.04	8.39	9.97
估值比率				
P/E	28.81	16.72	13.68	11.68
P/B	1.62	2.63	2.20	1.85
EV/EBITDA	12.99	9.84	8.11	6.85

资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

四

风险提示

风险提示

- 金价大幅下跌。
- 海域金矿投产时间不及预期。
- 海域金矿投产后成本高于预期。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

李帅华 (首席分析师)

SAC编号: S1340522060001

邮箱: lishuaihua@cnpsec.com

杨丰源 (分析师)

SAC编号: S1340525070002

邮箱: yangfengyuan@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES