

海外项目加快落地，未来增长可期

核心要点：

□ 专注黄金主业，国资控股+龙头参股释放资源互补和协同发展优势

公司是国内大型领先的黄金综合性生产企业，主要产品为标准金锭，副产品有白银和粗铜产品。公司坚持纯黄金的发展战略，专注黄金主业，2008 年以来公司黄金收入占比持续维持在 85%左右，主业地位突出。公司控股股东为山东招金集团，2022 年紫金矿业入局成为公司第二大股东，国资控股+龙头参股释放资源互补和协同发展优势，由此形成黄金行业的强强联合格局。

□ 公司立足山东，探矿增储备后劲，资源并购谋布局

公司立足山东，省内超大型、大型规模金矿矿产地数量最多，具有较大的金资源储量，黄金产业区位优势明显。自上市以来公司通过对内探矿增储和对外并购拓展并举，一方面持续加大勘探投入，为黄金资源储备后劲，助力公司实现资源储量规模快速扩张；另一方面优化国内布局和开展国际化扩张，国内并购以西部为起点，埠外布局三大基地，逐步形成全国性资源布局；2018 年至今公司“双 H”战略逐步实现落地，陆续收购厄瓜多尔金王矿业、澳大利亚铁拓矿业和西金矿业股权，获得西非科特迪瓦的阿布贾金矿项目和塞拉利昂科马洪金矿控制权，“国内一半、国外一半”的新格局正在形成。

□ 公司近年来业绩逐步向好，黄金产品销售占据主力地位，毛利率长期保持在高位稳健波动

2022 年以来公司矿山逐步复产叠加金价持续大幅上行，营收突破前高，2022-2024 年年均复合增速达 18.97%。公司毛利与营收基本保持一致，但 2022 年受铜业务板块毛利大幅下降拖累小幅下滑，2023-2024 年受益金价大涨，叠加白银业务增厚业绩，公司毛利大幅上涨。但因国家政策、公司发展战略调整等影响，公司减值损失计提额度较大，一定程度上影响业绩释放，导致公司归母净利润波动较大。2022 年以来公司期间费率显著降低，经营效率得以持续提升。公司黄金产品销售 2024 及 2025Q1 营收占比分别为 89.77%和 87.85%，毛利占比分别为 99.73%和 97.51。公司黄金销售毛利率一向保持在 40%以上，其长期盈利能力相对稳定。

□ 国际化并购逐步落地，海外项目建设加快未来增量可期

公司海域金矿项目是全球最大单体金矿，资源规模与品质突出，近年来项目加快推进，达产后年产黄金约 15-20 吨，几乎翻倍增加。海域金矿项目体量规模巨大，技术工艺先进，且生产成本优势明显，未来 2-3 年投产达产期有望成为公司最大的业绩增长引擎。铁拓矿业的阿布贾金矿资源禀赋优异，基础设施便利，已于 2023 年年中达产，年新增自产金产量超 20%，后续有望持续贡献公司业绩，其仍有较大的增储潜力。公司控股的科马洪金矿属于近产大型矿山，随着采选规模的扩建年产量将到达 1.77 吨。科马洪金矿成矿地质构造环境良好，具备较大的找矿潜力，未来有望持续贡献增量。

□ 公司资源优势明显，成本控制得当

公司黄金资源储备丰富，拥有黄金矿产资源量 1446.16 吨，可采储量

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：王攀

证书编号：S0500520120001

Tel: (8621) 50293524

Email: wangpan2@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路 88 号
中国人寿金融中心 10 楼

517.54 吨，其资源量集中在七大主力矿山，横向比较在全国排第三，仅次于紫金矿业和山东黄金，资源规模优势明显。公司克金成本近年来稳健上行，但相较于同业公司克金成本仍然处于较低位置，得益于公司成本管控良好。未来随着低成本、大体量的海域金矿投产，仍有进一步的降本空间。

投资建议

在美联储降息预期升温及中长期降息周期下、美债压力加大导致美元走弱趋势加强及央行储备多元化趋势驱动黄金储备中长期提升背景下，黄金价格有望长期看涨。叠加海域金矿、铁拓金矿以及科马洪等金矿逐渐投产和扩产，公司黄金自产金产量有望持续增长，驱动公司未来业绩快速增长。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 164.82 亿元、193.25 亿元和 249.62 亿元，同比分别增长 42.69%、17.25%、29.17%；归母净利润分别为 32.50 亿元、36.45 亿元、56.29 亿元，同比分别增长 124.03%、12.13%、54.44%。对应 2025 年 8 月 29 日收盘价，市盈率为 26.3、23.4、15.2 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

黄金价格波动风险；国内矿山政策风险；海域金矿、铁拓金矿以及科马洪等金矿产量不及预期风险；汇率大幅波动风险。

黄金价格上涨不及预期风险。黄金为公司主要产品，其价格变化对公司业绩有直接影响。对于 2025 年业绩，我们测算，若 2025 年黄金价格较假设值 750 元/克下降 1.0 个百分点，则公司 2025 年归母净利润较预测值下降 2.1%。

公司黄金产量不及预期。自产金为公司主要利润来源，其产量变化直接影响公司业绩。对于 2025 年业绩，我们测算，若公司自产金产量（不包含海域金矿和铁拓金矿）较假设值 13.2 吨下降 1.0 个百分点，则公司 2025 年归母净利润较预测值下降 1.1%。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	115.51	164.82	193.25	249.62
同比	37.12%	42.69%	17.25%	29.17%
归母净利润（亿元）	14.51	32.50	36.45	56.29
同比	120.81%	124.03%	12.13%	54.44%
毛利率	39.15%	43.42%	44.30%	50.24%
ROE	6.85%	13.89%	14.08%	18.93%
每股收益（元）	0.41	0.92	1.03	1.59
PE	58.84	26.27	23.42	15.17
EV/EBITDA	25.38	10.85	9.59	6.93

资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所

正文目录

1 专注黄金主业，探矿+并购双轮驱动国内布局优化和国际化战略落地.....	3
1.1 专注黄金主业，国资控股+龙头参股释放协同发展优势.....	3
1.2 探矿增储备后劲，资源并购谋布局.....	5
1.2.1 探矿增储为公司黄金资源储备后劲.....	6
1.2.2 资源并购助力公司国内布局优化和国际化战略落地.....	7
2 公司业绩近年来持续向好，盈利能力持续提升.....	12
2.1 近年来公司业绩受益金价上行持续修复.....	12
2.2 公司控费成效显著，盈利能力持续提升.....	15
2.3 黄金是公司营收和利润的主要来源.....	16
3 国际化扩张逐步落地下未来增长可期，资源和成本优势明显.....	18
3.1 国际化资源收购增厚公司黄金储备.....	18
3.1.1 海域金矿建设加快，逐步步入投产期.....	18
3.1.2 阿布贾金矿助力公司自产金产量提升.....	20
3.1.3 科马洪金矿具备较大找矿潜力.....	22
3.2 资源优势突出，成本控制得当.....	22
4 核心假设.....	25
5 投资建议.....	25
6 风险提示.....	26

图表目录

图 1 公司坚持纯黄金战略，长期专注于黄金业务.....	3
图 2 公司形成国资控股+紫金参股的股权结构.....	4
图 3 公司与紫金矿业有望打造资源互补和协同发展优势.....	4
图 4 中国大型金矿分布.....	5
图 5 山东省具有较大的金矿尤其是岩金资源储量.....	5
图 6 胶东地区是国内金矿成矿密度最大区域之一.....	5
图 7 胶东地区是国内成矿强度最大区域.....	5
图 8 公司持续勘探投入保障黄金增储.....	6
图 9 公司国内主要金矿资源分布.....	11
图 10 公司 2022 年以来营收突破前期高点并持续增长.....	13
图 11 公司矿产金产量及增速.....	13
图 12 公司历年黄金销售年均价格及增速.....	13
图 13 公司 2023-2024 受金价大涨带动毛利持续大幅增长.....	14
图 14 公司归母净利润波动较大.....	14
图 15 2015-2023 年公司资产减值占净利润比重较高.....	14
图 16 近年来公司毛利率及净利率持续回升.....	15
图 17 公司近年来费率显著下降.....	16
图 18 公司净资产持续增加，资产负债率基本平稳.....	16
图 19 公司分部业务收入占比.....	16

图 20 公司分产品收入占比	16
图 21 公司分产品毛利占比	17
图 22 公司分产品毛利率情况.....	17
图 23 公司矿产金及冶炼加工金产量.....	17
图 24 海城金矿剖面图	18
图 25 公司收购铁拓矿业历程.....	20
图 26 阿布贾金矿有望成为西非 20 大金矿之一.....	21
图 27 阿布贾金矿地理位置	21
图 28 阿布贾金矿包含三个相邻矿区.....	21
图 29 黄金资源量规模居于同业第三.....	24
图 30 公司克金综合成本缓慢上行.....	24
图 31 同行业黄金公司 2024H1 单位矿产金成本对比.....	24
表 1 公司重点矿山探矿及危机矿山找矿成果为生产接续和可持续经营备足后劲.....	7
表 2 公司通过国内黄金资源并购形成全国性布局.....	8
表 3 2017 年以来公司多项国际化资源并购项目接连落地.....	11
表 4 截至 2024 年末公司资源储量情况.....	23
表 5 截至 2024 年末公司主力矿山资源情况（单位：吨）	23
表 6 公司核心业务业绩预测.....	25

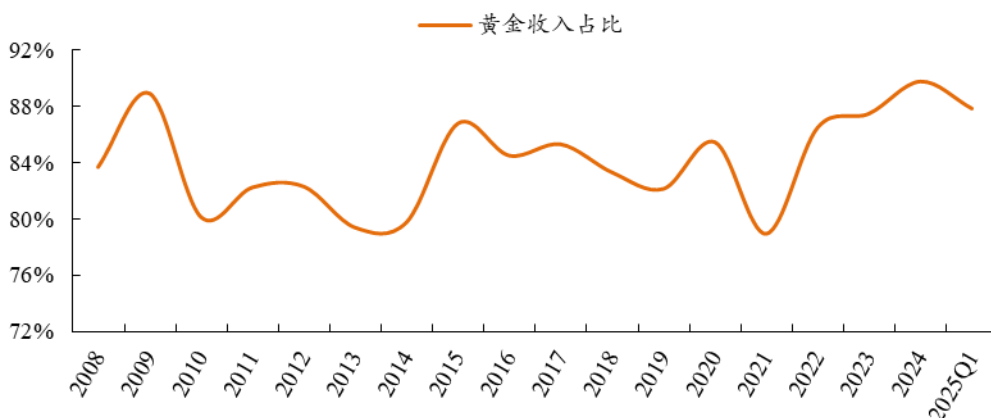
1 专注黄金主业，探矿+并购双轮驱动国内布局优化和国际化战略落地

1.1 专注黄金主业，国资控股+龙头参股释放协同发展优势

公司是国内大型领先的黄金综合性生产企业。公司是一家集勘探、开采、选矿及冶炼于一体，专注于开发黄金产业的大型企业，是国内领先的黄金生产商和国内最大的黄金冶炼企业之一。公司主要产品为“9999 金”及“9995 金”标准金锭，副产品主要有白银和铜产品等，主要生产工艺技术及设备达到国内领先和国际水平，为国家级高新技术企业。公司成立于 2004 年，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设立，2006 年在香港联合交易所有限公司主板上市。

公司坚持纯黄金的发展战略，专注黄金主业。公司坚持以黄金矿业开发为主导，不断增强在黄金生产领域的技术优势和成本优势，自上市起便以单一黄金专业者作为自身的发展目标，从而最终成为黄金行业高质量项目的整合者。2008 年以来公司黄金销售收入占比持续维持在 85%左右，黄金主业地位突出。

图 1 公司坚持纯黄金战略，长期专注于黄金业务

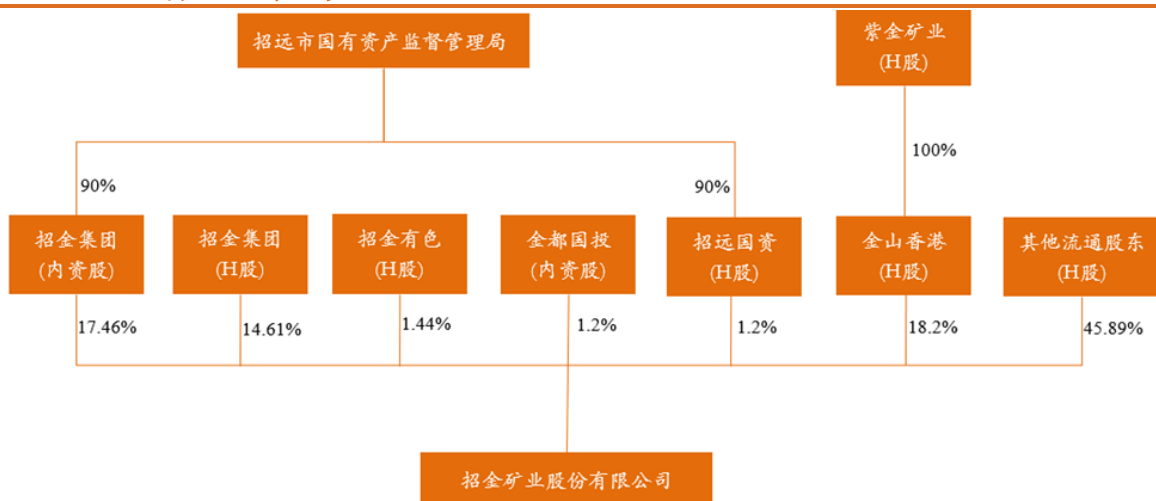


资料来源：公司各期发债募集说明书、湘财证券研究所

公司控股股东为山东招金集团，2022 年紫金矿业入局成为公司第二大股东。据公司 2025 年度第一期科技创新债券募集说明书，截至 2025 年 3 月末，山东招金集团有限公司通过直接或间接持有公司内资股+H 股合计 34.19%的股份，是公司的控股股东，招远市国资委为公司的实际控制人。2022 年紫金矿业集团股份有限公司下属全资子公司金山（香港）国际矿业有限公司通过大宗交易方式收购上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司持有的公司 20%

股权,经过2024-2025年三轮配售后目前紫金矿业间接持有公司18.2%的股权,为公司的第二大股东,形成黄金行业的强强联合格局。

图2 公司形成国资控股+紫金参股的股权结构



资料来源：《公司 2025 年度第一期科技创新债券募集说明书》、湘财证券研究所

国资控股+龙头参股释放资源互补和协同发展优势。一方面山东国资的控股能够持续为公司提供政策支持与市场准入、资源获取能力以及强大的信用背书优势。另一方面紫金矿业作为黄金领域的龙头企业和全球领先的黄金生产商，其体制机制与全球化运营体系和管理机制、成熟的国际化并购经验、出色的自主技术与工程研发创新能力和领先的成本控制能力等方面优势将为公司带来巨大的协同效应。公司在海域金矿项目上与紫金矿业的合作，也为后续在体制机制协同、投资开发协同、技术创新协同、人才共建协同与产业发展协同等五个方面的战略合作奠定基础。

图3 公司与紫金矿业有望打造资源互补和协同发展优势



资料来源：公司官网、湘财证券研究所

1.2 探矿增储备后劲，资源并购谋布局

公司立足山东黄金资源区位优势，上市后通过对内探矿增储和对外并购拓展，率先完成国内“埠内一半、埠外一半”的全国性战略布局，随后着力打造以国际化布局为主的“双H”发展战略新格局。

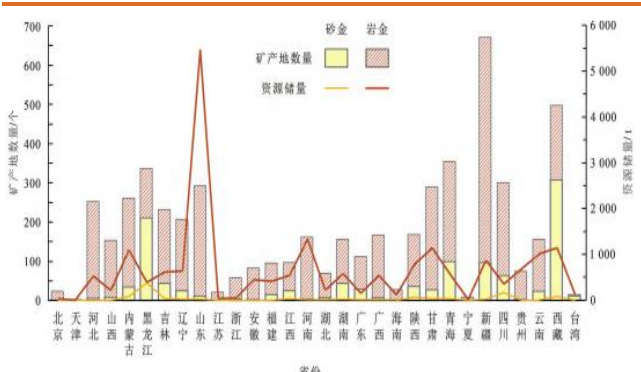
公司立足山东，黄金产业区位优势明显。公司位于山东省胶东半岛的招远市，根据中国黄金协会的数据，招远市黄金资源约占中国总剩余黄金资源的十分之一，是国内最大的黄金生产基地及中国产金第一市，被中国黄金协会命名为“中国金都”。公司所在的山东省超大型、大型规模金矿矿产地数量最多，具有较大的金资源储量。据2024年发布的《基于地质大数据的中国金矿时空分布规律定量研究》，山东省金资源储量达5491.35t，约占全国金储量的26%，不仅如此，在我国目前金矿开发主要对象岩金矿床中，山东岩金储量超过岩金总储量的1/4，居全国第一位，而胶东地区既是中国金矿床成矿密度最大的区域，也是中国成矿强度最大的区域。

图4 中国大型金矿分布



资料来源：《基于地质大数据的中国金矿时空分布规律定量研究》、湘财证券研究所

图5 山东省具有较大的金矿尤其是岩金资源储量



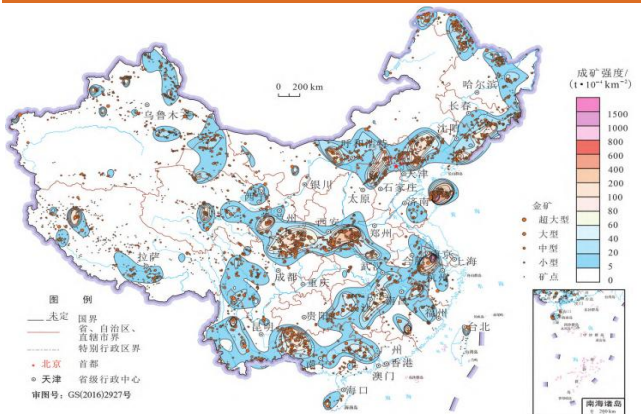
资料来源：《基于地质大数据的中国金矿时空分布规律定量研究》、湘财证券研究所

图6 胶东地区是国内金矿成矿密度最大区域之一



资料来源：《基于地质大数据的中国金矿时空分布规律定量研究》、湘财证券研究所

图7 胶东地区是国内成矿强度最大区域



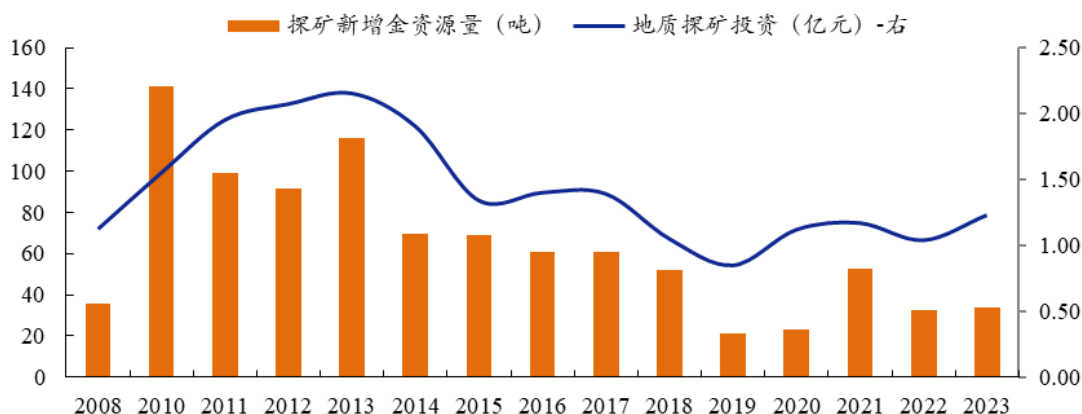
资料来源：《基于地质大数据的中国金矿时空分布规律定量研究》、湘财证券研究所

1.2.1 探矿增储为公司黄金资源储备后劲

公司持续勘探投入保障黄金增储。公司上市以来注重资源管理，将探矿增储作为资源开发两大核心之一。2008-2013 年随着金价的持续上行，公司聚焦规模扩张，持续加大勘探投入，公司每年地质探矿投资由 1.13 亿元持续提升至 2.15 亿元。

重点矿山探矿及危机矿山找矿成果为生产接续和可持续经营备足后劲。公司在整合埠内、埠外探矿权基础上，拉开“埠内、埠外”两条线统一规划实施重点突破矿山主要矿区及外围有利成矿区域，通过地质探矿战果工程和希望工程、找矿突破战略等一系列工程实现了新增探矿资源的持续重大突破。2010-2013 年随着在埠内招平断裂带和望儿山断裂带开展以大尹格庄金矿、夏甸金矿、河东金矿等为重点，埠外在岷礼断裂带和哈图成矿带开展以早子沟金矿、招金北疆为重点，以及在新疆、辽宁大型成矿带以招金白云、青河矿业等为重点的找矿工作取得持续重大突破，公司年新增金金属资源储量达到百吨左右，助力公司实现资源储量规模快速扩张。

图 8 公司持续勘探投入保障黄金增储



资料来源：公司各年年报、湘财证券研究所

转型升级期公司坚持探矿稳定投入，金资源储量稳步提升。2013 年以后受到金价下跌、盈利收缩影响，公司开始转型升级，加快发展模式由快速扩张到聚焦质量效益转变，一方面是进行质量效益管理和成本管控，另一方面是进行储量升级和产能升级，加快将资源优势转化为产能优势，较多投入矿山基建技改和智慧矿山建设。在此背景下尽管探矿投入有所下降，但公司仍将探矿找矿作为增加资源量、保证生产接续的重要手段，公司探矿增储进入平稳期，据公司各年年报数据，2014-2023 年年均地质探矿投资 1.25 亿元。在此期间，公司金资源储量每年稳步增加，尤其是 2021 年夏甸金矿及蚕庄金矿增储取得新突破，2024 年金王矿业探矿资源增量突出。根据公司 2024 年年报，2025 年公司仍将计划投入探矿资金 1.42 亿元，强化重点矿山周边及深部探矿

增储，持续夯实资源保障。

表 1 公司重点矿山探矿及危机矿山找矿成果为生产接续和可持续经营备足后劲

年份	夏甸金矿	大尹格庄金矿	金亭岭矿业	蚕庄金矿	河东金矿	早子沟金矿	招金北疆	岷县天昊	清河矿业	招金白云	两当招金	金工矿业	丰宁金龙
资源量（金属吨）													
2010	106.75	128.53	23.50	22.16	17.39	43.38	11.45	12.93	37.56	31.71	14.91		17.16
2011	117.60	146.50	22.60	24.60	20.60	50.60	12.80	13.70	39.30	39.70	17.30		16.20
2012	132.65	186.22	20.20	28.20	21.54	58.67	14.90	19.23	38.93	43.80	21.10		15.84
2013	150.01	230.76	24.12	30.38	22.39	33.70	16.36	11.57	35.62	26.61	16.58		9.84
2014	150.30	246.38	27.99	32.90	21.32	68.33	17.77	14.94	31.97	49.89	20.87		20.83
2015	133.15	238.19	27.96	33.44	19.79	51.37	17.63	13.19	27.15	51.23	20.71		14.82
2016	123.10	238.34	27.62	32.29	18.70	53.49	17.56	13.61	26.60	48.79	20.71		15.17
2017	117.32	236.46	27.11	33.74	18.91	55.23	16.36	9.87	27.15	46.78	20.71		14.07
2018	111.99	236.73	20.37	32.10	16.61	57.31	13.14	7.85	27.15	42.96	20.71	5.14	11.63
2019	115.97	233.94	19.07	29.66	16.57	53.55	11.94	8.59	27.15	39.81	20.71	5.56	10.25
2020	108.62	229.15	18.60	27.03	14.01	49.89	9.75	8.59	27.15	37.15	20.59	3.43	8.62
2021	128.11	234.16	18.91	40.12		52.43	10.04	8.59	27.15	36.57	18.64	3.51	8.38
2022	103.82	233.17	19.11	52.22		47.79	10.13	8.59	27.15	30.66	18.58	3.51	7.96
2023	103.06	227.73	19.11	52.73		48.96	10.39	8.59	27.15	27.33	18.77	6.91	8.21
2024	104.30	221.08	19.20	51.93		50.01	9.22	8.59	27.15	25.94	19.15	141.28	8.12
可采储量（金属吨）													
2011	84.14	105.64	12.62	9.94	12.84	14.79	4.98	4.11	27.08	2.05	5.90		1.32
2012	94.77	142.83	10.65	10.10	11.97	22.87	5.80	4.31	16.79	1.22	4.70		1.58
2013	103.32	147.35	8.23	9.67	12.08	12.75	6.83	8.87	14.94	0.63	3.32		2.08
2014	100.61	144.60	7.37	9.91	11.10	24.61	6.87	10.50	18.29	1.59	2.68		6.71
2015	93.72	145.64	6.44	8.78	9.38	20.16	6.71	9.30	18.36	1.95	2.58		5.91
2016	77.48	138.68	6.58	8.28	7.02	25.02	7.26	9.48	18.36	2.99	2.59		5.50
2017	73.20	131.85	6.24	8.70	7.25	18.97	5.33	7.73	18.36	3.03	2.59		5.92
2018	67.25	127.31	5.56	8.16	5.68	23.15	3.70	6.88	18.36	3.51	2.59	0.64	6.27
2019	68.39	121.18	3.93	6.43	5.36	20.21	3.20	6.86	18.36	3.33	2.59	0.91	5.18
2020	60.25	116.65	3.82	5.34	4.15	17.30	1.29	6.86	18.36	3.88	2.95	0.21	4.03
2021	67.68	114.42	3.82	8.27		21.44	1.57	6.86	18.36	8.82	2.50	0.19	4.27
2022	64.45	108.02	3.82	11.32		19.43	1.64	6.86	18.36	8.73	2.24	0.19	4.69
2023	63.56	99.99	3.82	10.80		19.47	2.09	6.86	18.36	7.91	2.23	0.19	4.79
2024	63.95	94.10	3.75	12.62		18.70	1.95	6.86	18.36	8.08	2.71	2.33	5.00

资料来源：公司各年年报、湘财证券研究所

1.2.2 资源并购助力公司国内布局优化和国际化战略落地

自上市起对外并购即作为公司资源规模扩张的重要手段之一，公司对外扩张经历了国内布局优化和国际战略落地两个阶段：2007-2016 年公司率先通过国内资源并购完成了产能效益埠内埠外各一半的战略，由此从招远本地走向全国布局；2018 年至今公司“双 H”战略逐步实现落地，“国内一半、国外一半”的新格局正在形成。

国内并购以西部为起点，埠外布局三大基地，逐步形成全国性资源布局。2007 年起公司将对外并购开发列为一号工程，起初重点布局新疆和甘肃两地的金矿资源收购，陆续通过收购岷县天昊、招金昆仑旗下萨热阔布金矿、早子沟金矿、蚕庄金矿、清河矿业等主要金矿股权，以及一批探矿及采矿权，完成在西部两大基地的扩张。2010 年起公司在重点开发新疆、甘肃、山东三大产业基地的基础上，开启在东北及西南地区扩大产业基地的布局，随后完成对广西龙鑫矿业、辽宁白云矿业和鑫丰源矿业、山西梨园金矿、内蒙古圆通矿业等矿权的并购，加之 2008 年收购河北丰宁金龙的股权，公司全国性资源布局日臻完善。随着公司基建改造、产能升级和各基地区域内资源整合，公司 2016 年埠外矿山自产金产量占比接近一半，“埠内一半、埠外一半”的发展格局也基本形成。

收购瑞海矿业助力公司黄金资源量大幅增加，突破千吨大关。公司国内黄金资源并购历程中最重要的一项是2015年对山东瑞银股权的并购，通过收购山东瑞银的控股权，公司实现了对瑞海矿业的控制。瑞海矿业拥有莱州三山岛海域金矿控制权，三山岛海域金矿探矿权面积17.91平方千米，是世界上少有的特大型金矿，位于国内主要的一级成矿带——三山岛-仓上断裂成矿带之上，周边特大中型金矿床富集，成矿地质条件优越，探矿增储空间巨大。2015年成功收购海域金矿项目令公司黄金资源量大幅增加470吨至1228.01吨，公司成功迈入千吨级资源量大型黄金企业行列。

表2 公司通过国内黄金资源并购形成全国性布局

年份	并购事项	备注
2007	收购西峡招金、托里招金及岷县天昊100%股权。	
	公司全资子公司斯派柯国际签署股权转让协议，收购STARRY公司100%股权，STARRY公司持有云南斯帕顿矿业有限公司51%股权。	云南斯帕顿拥有云南省潞西市八个探矿权证，共约249平方公里的探矿权。
	公司与甘肃一勘院订立协议，对甘肃省两当县湘潭子金矿和柳梢沟多金属矿普查探矿权设置区域进行合作探矿。	探矿权面积为62.9平方公里，公司与甘肃省一勘院分别占合作项目的70%和30%的权益。
	子公司岷县天昊与甘肃省一勘院订立转让协议，收购位于甘肃省天水市麦积区包家沟面积约12.23平方公里的包家沟金矿探矿权，以及花园坝面积约26.03平方公里的花园坝金矿探矿权。	包家沟金矿分布于花石山金矿的西端，位于甘肃省著名的吊坝子金矿外围。花园坝金矿已发现金矿化带一条，圈定金矿体一个，品位4.37克/吨
	子公司托里招金与上海熔鑫铜业有限公司签订转让协议，收购萨热阔布金矿，并成立阿尔泰市招金昆仑矿业有限公司，进行萨热阔布金矿的生产经营。	萨热阔布金矿位于中国新疆的阿尔泰市东北部的萨热阔布地区，采矿权面积约3平方公里，收购时已确认金金属量为3,100千克，根据其时已经完成的地质钻探成果及预期地质钻探工程，可控制的金金属量为1,500千克，金矿石品位2.7克/吨。
	全资子公司华北招金与北京中色地科矿产勘查研究院有限公司订立合资企业协议，组建北京中色鸿鑫矿业科技有限责任公司，并对湖南省李家冲金（钨）矿、四川省董家院金矿及内蒙古鄂伦春旗西陵梯金矿进行勘探和开发。	李家冲金（钨）矿探矿面积为51.64平方公里，董家院金矿探矿面积为114.51平方公里，西陵梯金矿探矿面积为65.68平方公里。发现可供生产的证实及概略可采矿石储量后，华北招金与北京中色地科将分别持有北京中色的股份权益为90%和10%。
	公司就收购星塔矿业100%股权而订立股权转让协议。	
2008	公司就收购富康矿业有限责任公司100%股权而订立股权转让协议。	收购时富康矿业拥有一项采矿权及一项探矿权、一座生产矿山和一家综合采选能力为每日100至150吨的选矿厂。经核实多矿资源储量为矿石量164,671吨、金金属量1,355.92千克，平均品位8.23克/吨。
	公司收购丰宁金龙黄金工业有限公司（“丰宁金龙”）52%股权。	丰宁金龙位于中国河北省丰宁满族自治县，拥有三个矿区，采矿权总面积约为1.1693平方公里，探矿权总面积约为19.41平方公里，黄金资源储量约为21吨。丰宁金龙的主要业务是进行黄金开采、加工及/或冶炼。收购时丰宁金龙日处理矿石约为800吨的选矿厂一座和日处理能力约为200吨冶炼厂一座，最终产品为金精矿和成品金。
	公司收购新疆铜辉矿业有限责任公司（“铜辉矿业”）51%股权。	铜辉矿业位于新疆维吾尔自治区西南部，收购时拥有四个采矿权，采矿权面积为9.26平方公里。铜辉矿业的主要业务是进行黄金、铜的开发及加工。
	公司收购喀什新鑫矿业有限公司（“新鑫”）51%股权	新鑫主要从事铜的开采、选矿及相关产品的销售
	公司收购新疆鑫慧铜业有限公司（“鑫慧”）51%股权，由于鑫慧持有新鑫49%的股权，公司另间接持有新鑫25%的股权	鑫慧主要从事铜的冶炼。
	公司与招金集团订立探矿权转让协议，收购位于山东招远市尹格庄、赵家庵、郭-孙-阁及焦格庄地区的四项金矿探矿权。	考虑过往的勘查工作，预期公司之黄金资源储量将因本次收购增加约10吨以上。

	公司与招远市黄金地质队签订协议，收购招远市楼里头金矿探矿权。	
2009	公司收购早子沟金矿 52% 股权。	早子沟金矿位于甘肃省甘南藏族自治州合作市，从事金矿及共生伴生矿产资源开采、矿产品的加工及销售。2009 年底早子沟金矿拥有一个金矿的采矿权，矿区面积为 2.53 平方公里，黄金可采储量约为 10,834 千克平均品位为 4.14 克/吨，生产规模为 72,000 吨/年，开采方式为地下开采。
	全资子公司招金北疆收购天山泽公司 100% 股权。	天山泽公司位于新疆托里县城东南方，从事黄金、铜矿开采、加工及销售。2009 年底天山泽公司拥有一个金矿采矿权，矿区面积约 0.1009 平方公里，黄金可采储量约为 232.5 千克，平均品位为 22 克/吨。
	全资子公司招金北疆收购天蕴公司 100% 股权。	天蕴公司位于新疆托里县城东南方，从事黄金采选及销售。2009 年底天蕴公司拥有一个黄金采矿权，矿区面积约 0.1777 平方公里及探矿权一个，探矿面积为 4.82 平方公里，黄金可采储量 491 千克（约 15,786 盎司），平均地质品位为 9.97 克/吨。天蕴公司有两个生产矿区，分别拥有 120 吨/日和 300 吨/日的选矿厂各一座。选矿方法为浮选法，主要产品为金精矿。
	全资子公司招金北疆通过增资入股方式获得鑫源矿业 80% 股权。	鑫源矿业的矿区位于新疆塔城地区托里县西准噶尔哈图山。鑫源矿业从事黄金采选及销售。2009 年底鑫源矿业拥有两个采矿权和一个探矿权，采矿权总面积约为 0.3054 平方公里，探矿权面积约为 0.41 平方公里，黄金矿产资源量（矿石量）267,389 吨，黄金可采储量 2,164 千克，平均品位 5.37 克/吨。
	公司通过竞价方式获得蚕庄金矿 100% 产权。	蚕庄金矿位于招远市境内，是中国 100 家最大有色金属矿采选业企业之一。2009 年底蚕庄金矿的黄金矿产资源量约 20,105 千克，平均品位超过 4.21 克/吨，黄金可采储量为 9,098 千克。该金矿拥有 4 个采矿权及 12 个探矿权，采矿权面积 3.17 平方公里，探矿权面积 71.92 平方公里，金矿资源丰富，成矿条件优越。
2010	公司收购青河县金都矿业开发有限公司（“青河矿业”）80% 股权。	青河矿业位于新疆青河县，从事金矿开采及销售。青河矿业拥有野马泉及库布苏金矿的黄金采矿权，收购黄金资源储量为 14,205 千克，矿区面积约 2.2118 平方公里，平均品位为 5.55 克/吨。
	公司收购和政鑫源矿业有限公司（“和政矿业”）80% 股权。	和政矿业位于甘肃省和政县，从事矿产资源勘查、开发、经营及销售。收购时和政矿业拥有甘肃省和政县探矿权项目，探矿权面积 5.89 平方公里，黄金资源储量约 4,425 千克。
	公司收购广西贵港市龙鑫矿业开发有限公司（“龙鑫矿业”）100% 股权。	龙鑫矿业位于广西贵港龙山矿田内，收购时采矿权面积 0.65 平方公里，黄金资源储量 2.4 吨。
	公司收购凤城市鑫丰源矿业有限公司（“鑫丰源矿业”）100% 股权。	鑫丰源矿业拥有一个金矿探矿权，位于辽宁省凤城市南 40 公里处的红旗镇，矿区面积约 104.15 平方公里。
	全资子公司斯派柯认购 Citigold Corporation Limited（“Citigold”）2.15% 股权。	Citigold 是澳大利亚的黄金生产商，控制着位于北昆士兰州查特斯顿堡最丰富的主要金田，拥有较高品位的黄金矿床，黄金资源量约 311 吨（10,000,000 盎司），平均品位为 14 克/吨。Citigold 具有巨大的增长潜能，计划在未来 4 年内，将黄金产量增加至每年 300,000 盎司，黄金现金生产成本在每盎司 350 美元以下。Citigold 公司拥有矿权面积 600 平方公里，核心的开采区域覆盖采矿区中心位置大约 100 平方公里。
	公司收购凤城市白云黄金矿业有限公司（“白云矿业”）55% 股权。	白云矿业为凤城市第一家黄金矿山企业，收购时综合生产能力 400 吨/日，黄金资源储量 22,810 千克。
	公司分别收购伽师县铜辉矿业有限公司（“铜辉矿业”）19.23% 及新疆鑫慧铜业有限公司（“鑫慧”）41% 的股权，通过此次收购公司持有铜辉及鑫慧各 92% 的股权。	
2011	公司完成收购新疆若羌县昌运三峰山金矿有限公司（“三峰山矿业”）50% 股权。	三峰山矿业位于新疆若羌县东北部因尼喀拉塔格红十井地区，采矿权面积 4.1454 平方公里；黄金资源储量 3,318 千克，铜金属量 33,620 吨，银金属量 49,457 吨，为中型以上（铜）矿床规模，2010 年底生产规模 450 吨/日。
	公司收购青河县金都矿业开发有限公司 15% 股权，股权转让完成后公司共持有青河县金都矿业开发有限公司	

	95%的股权。	
	公司就收购和政鑫源矿业有限公司 15%股权签订股权转让协议，股权转让完成后公司共持有和政鑫源矿业有限公司 95%股权。	
	公司收购托里县鑫源黄金矿业有限公司 20%股权，股权转让完成后鑫源黄金矿业有限公司更名为托里县招金鑫合矿业有限公司，成为子公司招金北疆的全资附属公司。	
	公司与招远市张星镇人民政府就共同成立纪山合营企业签订协议，公司及招远市张星镇人民政府分别拥有 95%及 5%股份。	纪山合营企业主要于招远市从事黄金勘探和开采，经公司地质专家估算，纪山合营企业成立时金属量约 1,510 千克，矿石量约 368,867 吨，平均品位约 4.09 克/吨。
	公司与招远市人民政府大秦家街道办事处共同成立招远市招金大秦家矿业有限公司（“大秦家”），公司及招远市秦金实业发展总公司分别拥有 90%及 10%股份。	招金大秦家矿业有限公司主要从事黄金及其伴生矿开采，以及矿产品加工销售，经地质专家估算，成立时大秦家拥有的储量为金属量约 4,300 千克，矿石量约为 1,068,000 吨，平均品位约 4.03 克/吨。
	全资子公司金亭岭矿业有限公司就通过竞价方式获得早阳山探矿权及其附属资产订立资产转让协议。	早阳山探矿权所占面积为 16.20 平方公里，根据过往在矿场所进行的勘查工作，估计推定及推断的矿石量约 379,881 吨、金金属量约 1,267 千克、平均品位约为 3.34 克/吨。
	公司就收购拜城县滴水铜矿开发有限责任公司 79%股权订立股权转让协议。	滴水金铜矿为一金铜矿项目，其中金品位达到 0.41 克/吨，金金属量 2,757 千克；银品位达到 9.39 克/吨，银金属量 235,312 千克；铜品位达到 1.06%，铜金属量 265,600 吨。
2012	公司完成和政鑫源矿业有限公司 15%股权转让、纪山合营企业、早阳山探矿权及其附属资产转让、滴水铜矿 79%股权转让等事项。	
	公司通过发行内资股的方式购买后仓探矿权及新疆金瀚尊矿业投资有限公司（“金瀚尊矿业”）的全部股权。	本次收购的黄金资源储量合共为 26,199.82 千克。
	子公司青河矿业收购青河县库布苏北金矿普查探矿权 49%权益。	库布苏北金矿探矿权面积 74.5 平方公里，保有 333 类矿石量 251 万吨，金金属量 11,679.48 千克，矿权转让完成后将给青河矿业地质勘查和 2,000 吨/日生产提供外围探矿和一定的资源保障。
	合营公司若羌县昌运三峰山金矿有限责任公司收购若羌县大青山金矿探矿权和骆驼峰金矿探矿权。	此探矿权面积 45.63 平方公里，333 以上级别铜矿石量 26.84 万吨，铜金属量 3,181 吨，品位 1.19%。
	公司就子公司岷县天昊通过吸收合并鹿儿坝簸箕沟区段金矿进行重组签订协议，重组完成后公司持有岷县天昊 74%的股权，二勘院持有岷县天昊 26%的股权。	此次重组收购采矿权面积 6.06 平方公里。根据详查报告，估算资源储量矿石量 192 万吨，金金属量 4,827 千克，金平均品位 2.51 克/吨。
	公司收购灵丘县梨园金矿有限责任公司（“梨园金矿”）51%股权	收购采矿权面积 2.0021 平方公里，金金属量 6,276.45 千克，金平均品位 5.20 克/吨；银金属量 73.18 吨，银平均品位 60.61 克/吨。
	公司收购甘肃鑫瑞矿业有限公司（“鑫瑞矿业”）51%股权。	鑫瑞矿业拥有格类昂探矿权，探矿权面积为 19.13 平方公里，已勘探地区保有资源矿石量 1,118.73 万吨，金金属量 27,381.00 千克，金平均品位 2.45 克/吨。
	公司收购肃北县金鹰黄金有限责任公司 51%股权。	收购采矿权和探矿权面积分别为 0.432 平方公里和 23.02 平方公里，矿石量 108.42 万吨，金金属量 7,564.23 千克，金品位 6.98 克/吨；伴生银 33,285 千克。
	公司收购山东五彩龙投资有限公司 34.85%股权和新疆鑫宝来矿业有限公司 38.13%的股权	收购权益矿石量 246.7 万吨，金金属量 6,574.4 千克，伴生银 10,748.15 千克，探矿权面积 29.33 平方公里。
	公司通过全资子公司金脉国际投资有限公司认购澳大利亚诺斯曼黄金公司约 8.95%的股权。	诺斯曼黄金公司所拥有的诺斯曼金田是澳大利亚生产黄金历史最悠久并仍在继续运行的黄金生产矿山。按 JORC 标准，诺斯曼金田拥有 2,200 万吨、品位 4.7 克/吨的矿石量，即拥有 340 万盎司的黄金资源量。
2013	公司收购额济纳旗圆通矿业有限责任公司 70%股权。	收购采矿权面积 2.78 平方公里，收购金金属量 14.673 吨。
2014	公司收购夏河县冰华矿业有限责任公司（“冰华公司”）51%股权。	收购采矿权面积 6.8172 平方公里，收购金金属量 40 吨。据勘查情况判断该项目总资源储量将超过 100 吨，达到特大型金矿床规模，该金矿深部及两翼矿体均未封闭，成矿潜力巨大。
	公司通过华北招金矿业投资有限公司取得黑龙江省逊克县富强西北村金钼矿 24.14 平方公里矿业权。	取得矿权时项目已完成地表踏勘、地质测量、地球化学等工作，野外工作进展基本顺利，为后续工作开展创造了有利条件。

2015	全资子公司烟台金时矿业投资有限公司收购山东瑞银矿业发展有限公司(“山东瑞银”)63.86%的股权,山东瑞银持有瑞海矿业83%股权,股权转让完成后公司间接持有瑞海矿业53%的股权并进一步控制莱州市三山岛北部海域金矿探矿权。	件。 瑞海矿业拥有勘查项目名称为山东省莱州市三山岛北部海域金矿详查,矿区面积为17.91平方公里,金平均品位4.30克/吨,黄金资源储量约为470.47吨。
------	--	---

资料来源:公司2007-2015年各年年报、湘财证券研究所

图9 公司国内主要金矿资源分布



资料来源:公司官网、湘财证券研究所

国际化并购项目接连落地,双H战略新格局正逐步形成。2017年公司收购厄瓜多尔金王矿业60%股权,开启扩大其全球黄金业务战略的序幕。2018年公司双H战略开局,2021年入股澳大利亚铁拓矿业成为重要股东,并于2024年对其完成要约收购,掌握其拥有的西非科特迪瓦的阿布贾金矿项目。同时子公司星河创建2024年收购西金矿业60%股权,从而获得塞拉利昂科马洪金矿控制权。随着国际化并购项目的逐步落地,公司“国内一半、国外一半”的双H战略新格局正逐步形成。

表3 2017年以来公司多项国际化资源并购项目接连落地

年份	并购事项	备注
2017	公司收购金王矿业60%股权。	金王是一家成立于厄瓜多尔的公司,从事采矿和销售采矿产品。
	公司收购在中国境内成立的公司金通海达75%股权。	
2019	公司设立控股子公司陶瓷科技、耐磨材料和内蒙古招金,持股比例为65%以及60%和100%	
2019	收购丰宁满族自治县丰业矿业有限公司(“丰业矿业”)51%股权。	丰业矿业主要从事黄金开采和黄金产品加工。
2021	入股澳大利亚铁拓矿业成为其主要股东	
2022	公司收购山东博文矿业有限公司持有的山东瑞银矿业发展有限公司(“山东瑞银”)6.14%股权,收购完成后	

2024	公司共计持有山东瑞银 70% 股权。	
	公司完成对 Tietto 全部股本的要约收购。	铁拓矿业成立于 2010 年,系一家总部位于澳大利亚的金矿商,并于 2018 年在澳交所上市。其旗舰资产是位于西非科特迪瓦的阿布贾金矿该金矿有望成为全球重要产金区域西非的 20 大金矿之一,矿权面积 1,114 平方公里,拥有黄金储量 136 万盎司,资源量 383 万盎司,目前已勘探面积不足 10%,未来探矿前景巨大,其已于二零二三年七月六日实现规模生产。
	子公司星河创建收购西金矿业之 60% 股权,进而间接控股开发奥德兰公司科马洪金矿。	西金矿业注册于香港,主要从事塞拉利昂科马洪金矿之营运,该矿已于二零二四年十一月正式投产。科马洪金矿位于非洲塞拉利昂,属于近产大型矿,矿区面积 100km ² ,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 22461.85kg,平均品位 4.55g/t。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。收购后公司制定开发规划,拟将其采选规模扩建至 1500t/d,年产量达到 5.7 万盎司。
	公司收购丰业矿业 49.00% 股权,收购完成后公司持有丰业矿业 100% 股权。	

资料来源: 公司 2017-2024 年各年年报、湘财证券研究所

2 公司业绩近年来持续向好, 盈利能力持续提升

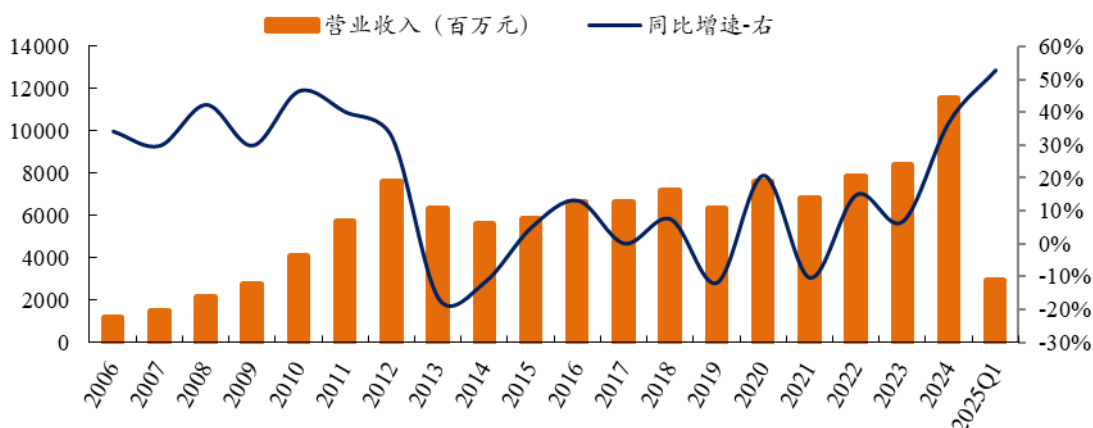
2.1 近年来公司业绩受益金价上行持续修复

2022 年以来公司营收突破前高, 持续向好。上市以来公司营收经历了 2006-2012 年的持续增长期和 2013-2021 年的平台期, 2022 年以来公司营收突破 2012 年高点, 持续增长, 2022-2024 年年均复合增速 18.97%。2025Q1 公司营收增速持续提升, 同比增长 52.82%。具体来看:

- **2006-2012 年量价同增带动公司营收持续增长。**在此期间, 公司矿产金年产量由 7.3 吨持续增长至 18.09 吨, 年均复合增速 16.31%; 同时随着黄金市场年度均价逐年上行, 公司黄金销售价格由 154.76 元/克持续提升至 344.48 元/克, 年均复合增速 14.27%。公司黄金销售相关的矿产金产量及黄金销售价格双重增长拉动下公司 2006-2012 年营收逐年增加, 年均复合增速达到 36.71%。
- **2013-2021 年公司黄金销量及金价此消彼长, 营收呈现平台震荡。**2013-2015 年黄金市场价格持续下跌, 公司黄金业务销售价格从 2012 年 344.48 元/克持续跌至 239.68 元/克, 受此影响公司 2013、2014 年营收持续收缩, 2015 年受黄金销量增长支撑公司营收小幅增长。2016-2017 年金价触底回升, 公司营收规模温和增加。2018 年尽管黄金销售价格回调, 但受黄金销量增长支撑公司营收增加。2019-2020 年黄金价格涨幅较大, 但受黄金销量下降影响, 公司整体营收仍保持在震荡区间。2021 年受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,

公司黄金产销量大幅降低导致营收下降。

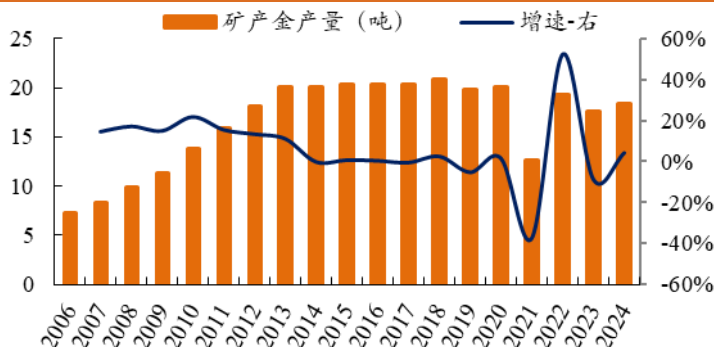
图 10 公司 2022 年以来营收突破前期高点并持续增长



资料来源：Wind、湘财证券研究所

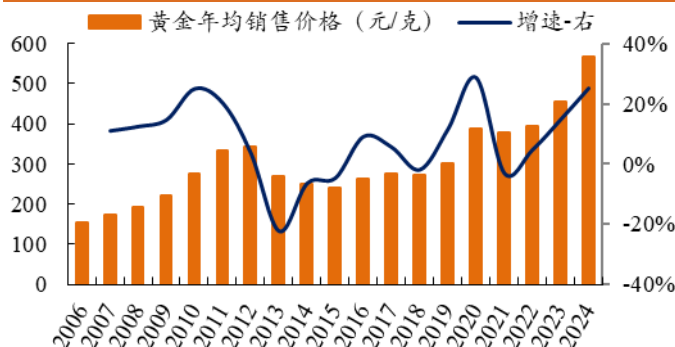
- 2022-2024 年公司矿山逐步复产叠加金价持续大幅上行公司营收突破前期高点。2022 年公司因地区安全检查停产的矿井复工复产，产能释放，产销量逐步回升，同时 2022-2024 年金价持续大幅上涨，带动公司营收突破前高，持续向好。

图 11 公司矿产金产量及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 12 公司历年黄金销售年均价格及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

公司毛利历史走势与营收基本保持一致。2006-2012 年公司毛利连续增长，从 6.23 亿元增至 36.95 亿元，年均复合增速 34.53%。

2013-2021 年公司毛利进入平台震荡期，其中 2018 年金价下行、但因通货膨胀、人工费提高、开采深度增加导致单位成本增加，毛利背离营收增长而有所下滑。

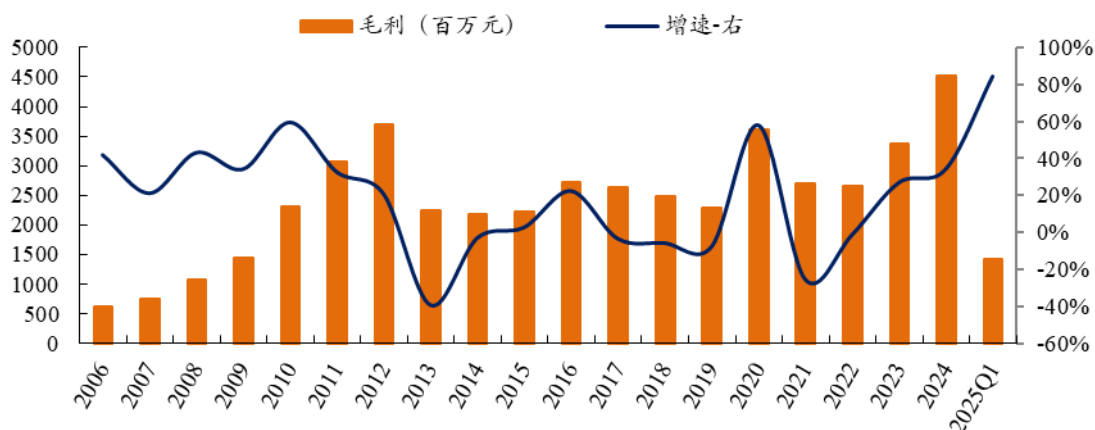
2019 年尽管金价涨幅较大，但因甘肃、内蒙古地区安全及环保督察进一步收紧，公司甘肃、内蒙地区主要矿山受困于区域的限产、停产整顿等政策影响，产量下降导致折旧、摊销等固定成本分摊导致单位成本上升，因此毛利有所下滑。

2020 年金价大幅上行叠加公司成本得到有效控制，公司毛利弹性显现，

大幅增长。2021 年受年初招远地区矿井停产安全检查的影响，矿产金产量降低，单位成本上升，叠加金价小幅走弱，公司毛利大幅下降。

2022 年公司矿山复工、产销量增加支撑黄金业务毛利增厚，但受铜业务板块毛利大幅下降拖累，公司毛利整体小幅下降。2023-2024 年随着金价持续大涨、屡创新高，叠加白银业务增厚业绩，公司毛利连续大幅上涨。

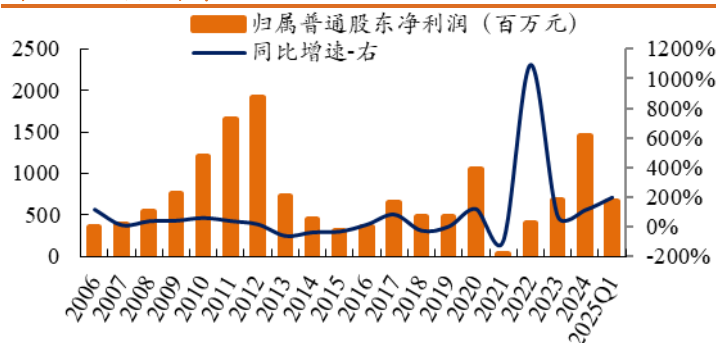
图 13 公司 2023-2024 受金价大涨带动毛利持续大幅增长



资料来源：Wind、湘财证券研究所

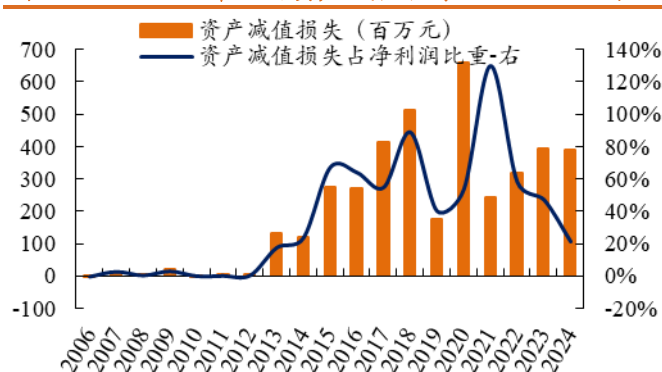
公司减值损失一定程度上拖累业绩。2006-2012 年公司归母净利润从 3.51 亿元增长到 19.24 亿元，年均复合增速为 32.77%，与公司毛利增长基本保持一致。2013 年以来，公司每年计提减值损失额较大，2013-2023 年资产减值损失占净利润比重均值为 58.72%，其中 2021 年达到最高点 130.19%。公司经营的矿区是其主要资产，随着勘探并购及规模的扩张，个别矿区产量不及预期、储量低于前期探明储量、被纳入自然保护区、探矿权证或采矿权证到期无法续办等因国家政策、公司发展战略调整等原因造成的损失，不可避免的产生减值计提。公司资产减值损失显著影响业绩释放，造成公司业绩较大的波动。

图 14 公司归母净利润波动较大



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 15 2015-2023 年公司资产减值占净利润比重较高

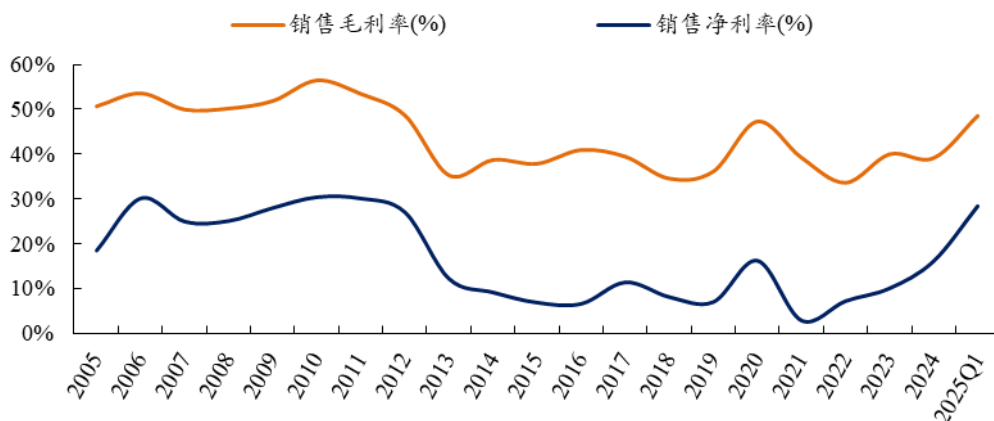


资料来源：公司 2009-2025 年各债券发行募集说明书、湘财证券研究所

2.2 公司控费成效显著，盈利能力持续提升

受益于金价上行，2022 年以来公司盈利能力持续提升。2020 年金价上行一度带动公司毛利率及净利率走出 2013 年以来的低位区间，但 2021 年因山东地区矿山安全排产导致公司矿山停产，产能无法释放导致单位成本及管理费用大幅上升，公司毛利率及净利率跌至历史低点。2022 年公司逐渐走出矿山停产影响，同时受益于金价的持续上涨，公司盈利能力持续提升。2022-2024 年公司毛利率及净利率分别从 33.68%和 7.1%提升至 39.15%和 16.03%，2025Q1 公司毛利率及净利率分别为 48.51%和 28.3%，同比分别+8.27pct 和 +13.78pct。

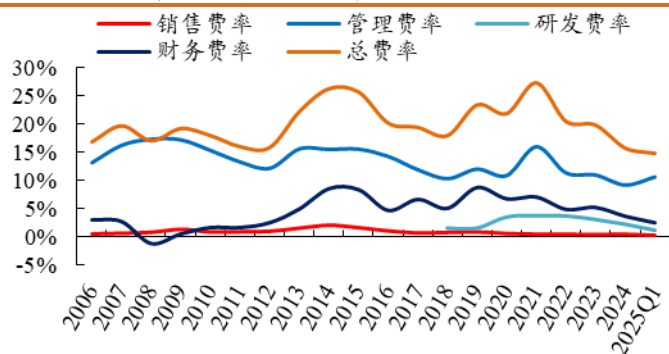
图 16 近年来公司毛利率及净利率持续回升



资料来源：Wind、湘财证券研究所

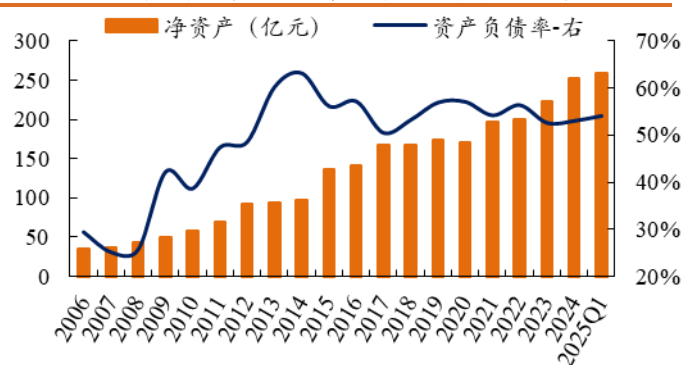
公司期间费率 2022 年以来显著降低，资产负债率保持平稳。2021 年受管理费率大幅上升影响，公司期间费率升至 27.4%的历史高点。2022 年以来随着公司生产经营逐步恢复，以及近年来融资利率下降和债务性融资规模减少及长短期借款结构的调整，叠加金价上涨带动营收大幅增加，公司管理费率及财务费率显著下降，带动公司整体期间费率大幅走低。2024 年公司期间费率降至 15.7%，较 2021 年高点下降 11.71pct；2025Q1 公司期间费率至 14.75%，同比下滑 6.02pct。公司近年来通过优化债务结构，降低融资成本，全过程成本管控，持续推行精细化管理及持续深化卓越绩效管理等措施，经营效率得以持续提升，内部挖潜及降本增效成果显著。上市以来公司净资产持续增加，2015 年以来公司资产负债率基本在 50%-60%区间波动，长期保持较为稳健的水平。

图 17 公司近年来费率显著下降



资料来源：公司 2009-2025 年各债券发行募集说明书、湘财证券研究所

图 18 公司净资产持续增加，资产负债率基本平稳



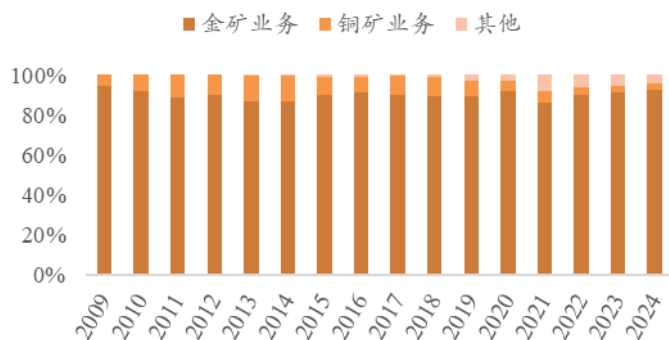
资料来源：Wind、湘财证券研究所

2.3 黄金是公司营收和利润的主要来源

公司业务分部包括金矿业务板块、铜矿业务板块及其他板块。金矿业务主要是黄金的开采和冶炼，其中伴有少量铜、银及硫酸等副产品的销售；铜矿业务主要包括铜的开采和冶炼，其中伴生金、银及硫酸等副产品。加工及其他业务板块收入为加工费及副产品销售，主要是依托强大的冶炼能力以消化剩余产能。发展加工及其他业务主要由于一是在加工及冶炼过程中会产生硫酸、锑等副产品，公司通过延长产业链提高产品附加值，增加营收；二是公司拥有加压氧化工艺、细菌氧化工艺两大国际领先技术，共伴生金银精矿尾渣多元素无废料提取工艺拉长了黄金产业链，实现了氯化尾渣中提取铜、铅、锌、硫等多元素的综合高效利用；三是尽管冶炼行业竞争激烈，导致加工业务毛利率较低，但大力开展该项业务，有利于增强公司品牌效应。

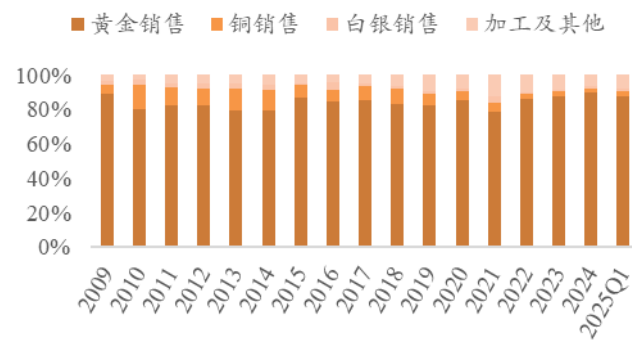
黄金业务在公司收入中占据主力地位。2009 年以来公司金矿分部收入占比长期均值为 90.02%，2024 年金矿业务分部收入占比高达 92.8%，在公司收入比重中占据绝对地位。分产品来看，公司黄金销售收入占比长期均值 84.17%，2024 年及 2025Q1 黄金销售收入占比分别达到 89.77% 和 87.85%。

图 19 公司分部业务收入占比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

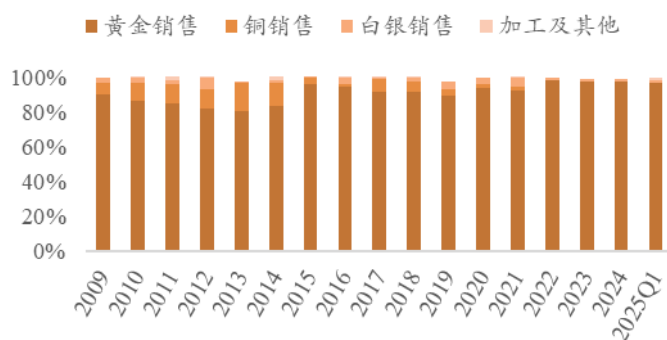
图 20 公司分产品收入占比



资料来源：公司 2009-2025 各债券发行募集书、湘财证券研究所

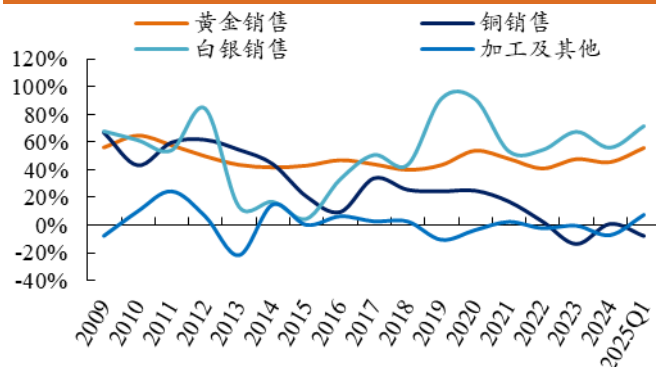
黄金产品销售是公司毛利的主要来源，其毛利率高位稳定。从毛利贡献来看，公司黄金产品销售近年来贡献 90%以上毛利，2024 年及 2025Q1 其毛利占比分别为 99.73%和 97.51%，是公司毛利的主要来源。近年来公司黄金产品销售毛利率均保持在 40%以上高位，2024 年及 2025Q1 受益于金价高位，公司黄金销售毛利率分别达 45.36%和 55.87%，长期看其盈利能力相对稳定。

图 21 公司分产品毛利占比



资料来源：公司 2009-2025 年各债券发行募集说明书、湘财证券研究所

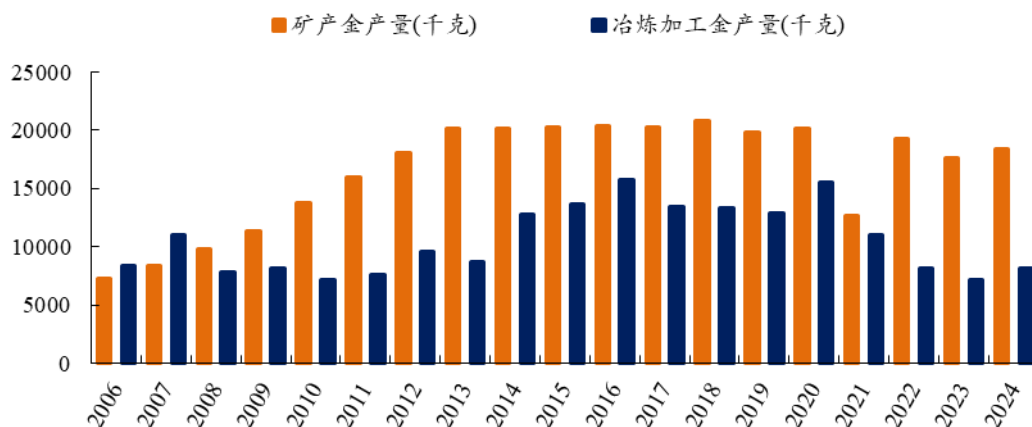
图 22 公司分产品毛利率情况



资料来源：公司 2009-2025 年各债券发行募集说明书、湘财证券研究所

公司黄金产品分矿产金和加工金，冶炼金贡献公司主要的收入和利润。按照来源不同公司黄金产品分为矿产金和加工金，矿产金主要是公司下属矿山企业自行开采的金矿石或部分外购金精矿冶炼成的标准金，该业务毛利率较高，是公司目前主要的收入和利润来源，也是公司主要的发展方向。加工金主要是公司为消化剩余产能对外承接的来料精加工业务，主要集中在下属招金矿业股份有限公司金翅岭金矿和甘肃招金贵金属冶炼有限公司，其中大部分需要外购冶炼金消化，业务收入仅为加工费，受冶炼行业竞争激烈影响，其毛利率较低。2024 年公司矿产金及冶炼金产量分别为 18.34 吨和 8.11 吨，占比分别为 69.33%和 30.67%。

图 23 公司矿产金及冶炼加工金产量



资料来源：Wind、湘财证券研究所

公司其他产品销售和服务对主营业务形成补充。铜销售为公司第二大主要业务，近年来随着铜伴生矿的比例增大，铜矿采选及冶炼业务成为公司非黄金业务收入的主要来源，铜产品增量也比较明显。公司铜开采业务工艺主要为井下开采，最终产品为粗铜。2024 年及 2025Q1 公司铜产品销售业务营收占比分别为 2.73%和 2.82%。除此之外，公司还进行银矿冶炼，并将银加工成标准银锭后进行销售，由于白银业务原材料主要源于公司衍生品矿产银，因金矿含银量有所不同，导致白银销售业务收入相应存在变化。2024 年及 2025Q1 公司白银产品销售业务营收占比分别为 0.99%和 1.22%。尽管公司铜销售、白银销售和加工及其他板块受市场情况影响毛利润及毛利率水平波动较大，但在特定期能对公司主营业务形成补充。

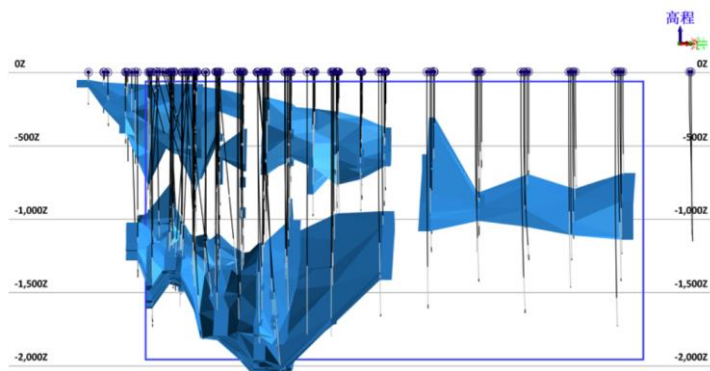
3 国际化扩张逐步落地下未来增长可期，资源和成本优势明显

3.1 国际化资源收购增厚公司黄金储备

3.1.1 海域金矿建设加快，逐步步入投产期

海域金矿是全球最大单体金矿，资源规模与品质突出。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，成矿地质条件极其优越。海域金矿为近 20 年来全球发现的最大的单体金矿，也是首个海上发现金矿，矿体厚大，矿体勘探范围内深部仍未封闭，其探矿增储潜力显著、发展空间巨大。据招金官网数据，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。据公司 2024 年年报，海域金矿可采储量 212.21 吨，平均开采品位 4.42 克/吨。

图 24 海域金矿剖面图



资料来源：紫金矿业官网、湘财证券研究所

公司持有海域金矿 70%权益，与紫金矿业形成强强联合，共同开发运营海域金矿。据公司 2015 年及 2022 年年报，海域金矿开发的项目公司为莱州瑞海矿业，山东瑞银持有瑞海矿业 100%股权，2015 年公司通过收购山东瑞银 63.86%股权从而控制海域金矿，2022 年公司从山东博文矿业有限公司收购起持有的山东瑞银 6.14%股权，目前合计持有 70%海域金矿权益。据紫金矿业《关于收购山东海域金矿 30%权益的公告》，2022 年紫金矿业收购博文矿业持有的瑞银矿业 30%股权，参与到海域金矿项目。公司与紫金矿业形成强强联合，共同开发海域金矿项目，为项目顺利实现资源兑现和经济效益提供保障。

海域金矿项目加快推进，项目投产渐行渐近。据公司 2025 第二期超短期融资券年度跟踪评级报告，海域金矿项目采选建设工程设计规模为采选 12,000 吨/日，建设总投资约 73.02 亿元，截至 2025 年 3 月末已完成投资 47.9 亿元。据紫金矿业官网，海域金矿设计地下开采方式，矿石禀赋好，开采成本低，选矿回收率可达 97%，截至 2022 年已取得采矿许可证、项目核准、环评批复、节能批复及安全设施设计审查批复，并启动项目建设。2024 年底海域金矿项目实现了五条竖井的全部贯通，选矿厂、尾矿库等重点设施建设顺利推进，进度和效果均超预期。2024 年 12 月项目在千米井下同步始发了“海岳一号”和“海岳二号”两台 TBM（全断面硬岩隧道掘进机），其相较传统钻爆施工法将提升四倍以上。TBM 装备工艺的成功应用成为海域金矿项目的关键里程碑，标志着其建设全面提速。2025 年 5 月海域项目 2 号辅助斜坡道贯通工程顺利贯通，制约井下建设的通风、运输等问题彻底解决，进一步加速整体项目建设进程。2025 年 6 月海域金矿年处理量 396 万吨（1.2 万吨/日）的智能化选矿生产线正式启动带水联动试车，标志着海域项目已经初步具备工业化生产能力，海域金矿正从基建期逐步迈入生产期。

海域金矿项目技术工艺先进。海域金矿年处理量 396 万吨（1.2 万吨/日）选矿系统采用先进的“SABC 磨矿+浮选”工艺，选矿系统处理能力处于国内黄金行业第一梯队。在超深井适配性与绿色循环工艺方面，其设备选型、系统设计、技术集成度均具备领先优势，达到了全球黄金矿山单线处理能力的一流水平。项目使用的 TBM 装备工艺是全球黄金矿山千米深井首创应用，采用黄金行业首创的“大坡度+连续小转弯+长掘进距离”核心技术，不仅破解了海域金矿面临的深海深井工程施工面对的高温、高湿、高卤等行业性难题，并且填补了国内深埋金属矿山 TBM 采掘工程技术空白，实现了黄金矿山采掘技术从凿岩台车到全断面硬岩掘进机的重要突破，加速助推黄金矿山采掘加速迈向自动化、无人化、智能化。

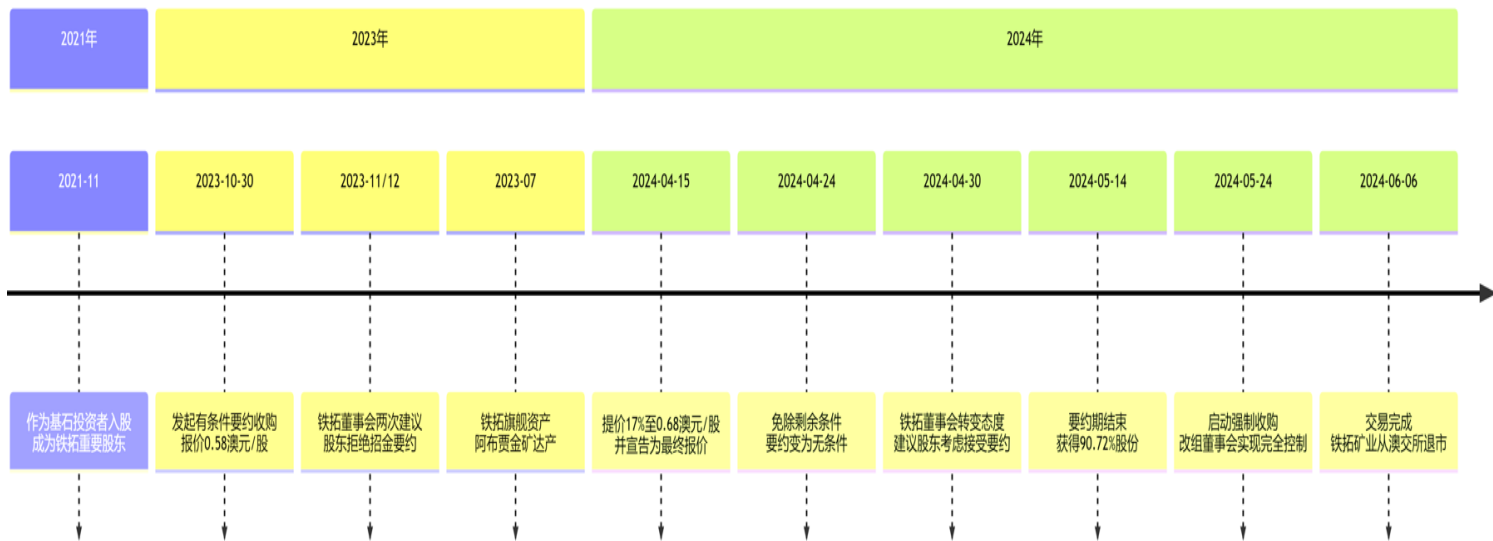
海域金矿生产成本优势明显，投产后将为公司带来显著业绩增量。据紫金矿业《关于收购山东海域金矿 30%权益的公告》，根据《莱州市瑞海矿业有

限公司三山岛北部海域金矿采选工程初步设计书》方案，海域金矿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）。项目预计 2025 年建成投产，2027 年实现达产，项目达产后年产黄金约 15-20 吨，服务年限 23 年。海域金矿储量大、品位高、成本低，投产后不仅将显著扩大公司现有产能，提升公司自产金产量，还将有助于优化现有生产成本，提升公司利润率，有望成为公司最大的业绩增长引擎。

3.1.2 阿布贾金矿助力公司自产金产量提升

收购铁拓矿业，迈出国际化扩张战略步伐。2021 年 11 月，公司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。2023 年 10 月公司对铁拓矿业全部股份发起有条件要约收购，尽管过程艰难，但通过提高要约报价、变更要约为无条件以及启动强制收购程序，最终在 2024 年 6 月公司以总交易代价约 5 亿美元，历时 7 个月完成对铁拓矿业的全面要约收购。此次收购成为近 10 年来中资企业对澳洲上市矿业公司的最大并购交易，同时也是中国矿业公司成功强制要约收购的全球首例，对公司具有重大的战略意义，标志着公司在推进“双 H”国际化战略和打造具有国际竞争力的世界一流黄金矿业公司进程中迈出坚实的步伐。

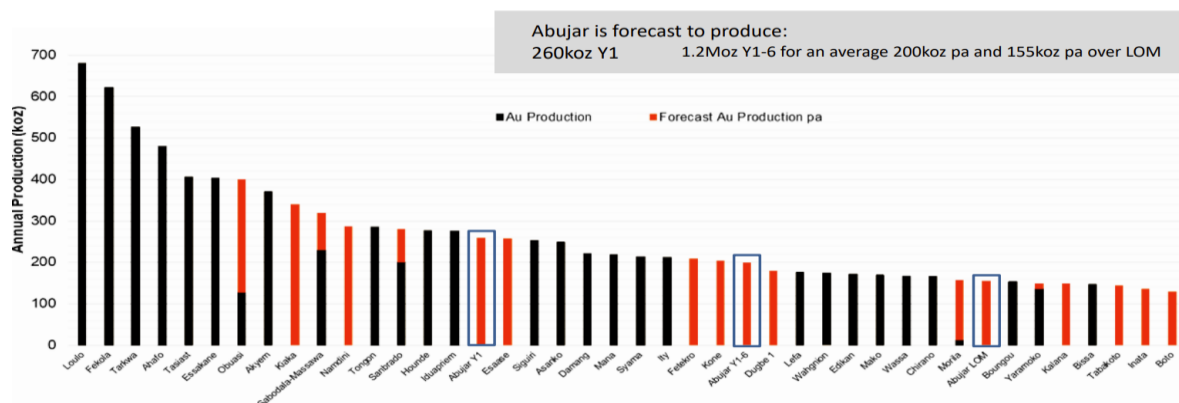
图 25 公司收购铁拓矿业历程



资料来源：公司官网、湘财证券研究所

铁拓矿业核心资产为阿布贾金矿。据公司官网及《对铁拓矿业全部股本的有条件要约收购》公告，铁拓矿业成立于 2010 年，并于 2018 年在澳交所上市，其旗舰资产是持有 88% 权益的阿布贾露天金矿。阿布贾金矿位于西非科特迪瓦，有望成为全球重要产金区域西非的 20 大金矿之一。

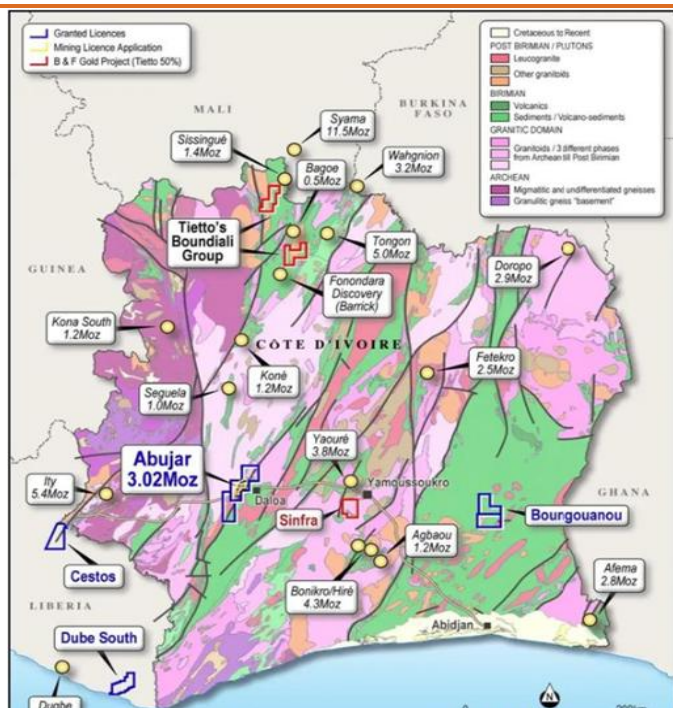
图 26 阿布贾金矿有望成为西非 20 大金矿之一



资料来源：TIETTO MINERALS 《Annual General Meeting Presentation》、湘财证券研究所

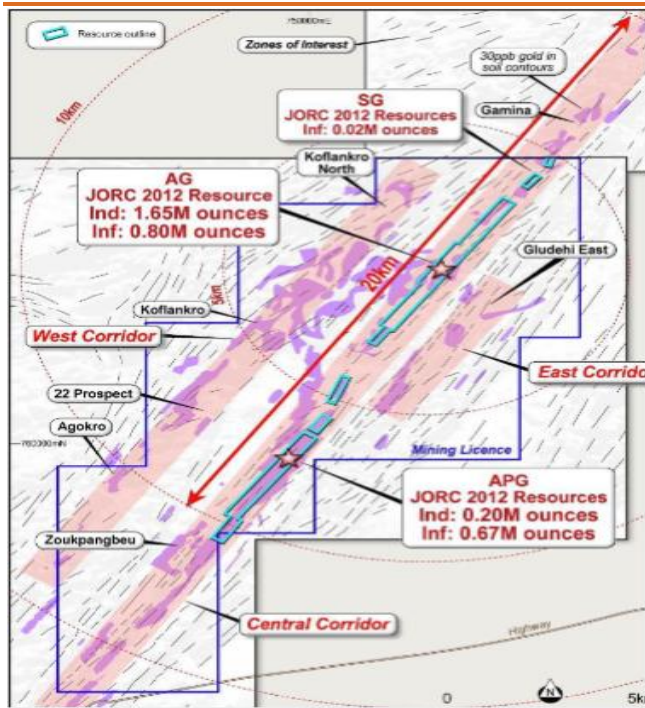
阿布贾金矿资源禀赋优异，基础设施便利。阿布贾金矿项目处于西非克拉通绿岩带韧性剪切带成矿带，具有矿体连续性长、宽度厚、延深大的特征。据铁拓矿业官网，项目由三个相邻的矿区组成，即阿布贾尔南区、阿布贾尔中区和阿布贾尔北区，总面积超过 1114 平方公里，拥有长达 7 公里的黄金矿带。在 2023 年 4 月的矿产资源估算中，阿布贾尔的矿石资源总量为 12400 万吨，金金属品位 1 克/吨，折合黄金资源量 383 万盎司（约 119 吨）；可采矿石储量 4130 万吨，品位为 1.3 克/吨，折合黄金储量 169 万盎司（约 53 吨）。其中项目投产前两年内，AG 核心区域的探明黄金资源量为 1230 万吨，品位为 1.3 克/吨，含金量为 47 万盎司（约 14.62 吨）。项目距离科特迪瓦中西部地区主要城市达洛亚约 30 公里，靠近优质的地区和地方基础设施，包括电网供电。

图 27 阿布贾金矿地理位置



资料来源：铁拓矿业官网、湘财证券研究所

图 28 阿布贾金矿包含三个相邻矿区



资料来源：《Annual General Meeting Presentation》、湘财证券研究所

阿布贾金矿助力公司自产金产量提升，仍有较大的增储潜力。据公司官网及《对铁拓矿业全部股本的有条件要约收购》公告，阿布贾金矿于2023年1月开始运营并首次产金，2023年7月已达到达产状态，2023年全年产量约9.4万盎司(2.92吨)。预计未来9年平均每年产金量可达17万盎司(5.29吨)，据此测算，此次收购后将新增公司黄金资源量约9%，年新增自产金产量超20%。目前阿布贾金矿已勘探面积不足10%，未来探矿前景和增储空间巨大。据铁拓矿业官网，正在研究其阿布贾矿区7公里外的APG矿床开发第二座金矿的可行性。一项初步研究发现，该矿床有可能通过堆浸作业在10年内额外产出85万盎司黄金。

3.1.3 科马洪金矿具备较大找矿潜力

通过收购西金矿业60%股权控股科马洪金矿，海外并购再下一城。继收购铁拓矿业后，2024年10月公司通过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。此次收购是公司扩大其在非洲矿业市场布局的又一战略举措。

科马洪金矿矿业投资环境友好，建设条件优越，属于近产大型矿山，扩建完成后将贡献1.77吨自产金产量。科马洪金矿位于非洲塞拉利昂，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。根据公司制定的开发规划，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1500t/d，年产量达到5.7万盎司(1.77吨)。

科马洪金矿成矿地质构造环境良好，具备较大的找矿潜力。科马洪金矿拥有良好的成矿地质构造环境和较大找矿潜力，据公司官网，根据权威机构报告显示，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4.55克/吨。此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，收购完成后随着公司将加大其它区块探矿找矿力度，未来有望持续贡献增量。

3.2 资源优势突出，成本控制得当

公司黄金资源储备丰富，拥有黄金矿产资源量1446.16吨，可采储量517.54吨，探矿及并购有望进一步增厚资源优势。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。在除招远外的其他地区，公司也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。据公司 2024 年年报，截至 2024 年底公司境内外共拥有 26 座矿山，其中包括 24 座金矿和 2 座铜矿。根据 JORC 标准，公司合计黄金资源量 1446.16 吨，平均品位 2.00 克/吨，可采储量 517.54 吨，平均品位 3.03 克/吨；拥有权益资源量 1162.39 吨，平均品位 1.97 克/吨，权益储量 422.60 吨，平均品位 2.91 克/吨。公司持续加大各矿山地质探矿投入和勘查力度，2025 年全年计划投入探矿资金 1.42 亿元，公司黄金资源储量或将进一步增厚。

表 4 截至 2024 年末公司资源储量情况

矿山名称	矿种	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(%)	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
	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	392.4	512.75	649.64	107.47	315.13	422.6
属于公司总计	铜	矿石量(Mt)	2.64	6.52	9.16	13.91	2.4	6.08	8.49
		品位(%)	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 2024 年年报、湘财证券研究所

公司主力矿山权益资源占比八成左右。公司主力矿山包括国内的夏甸金矿、蚕庄金矿、大尹格庄金矿、瑞海矿业、早子沟金矿和境外的奥德兰矿业（科马洪金矿）和德拉罗泊矿业（阿布贾金矿）。据公司 2025 年跟踪评级报告，七大主力矿山黄金资源量占比为 77.72%，可采储量占比 86.55%。

表 5 截至 2024 年末公司主力矿山资源情况（单位：吨）

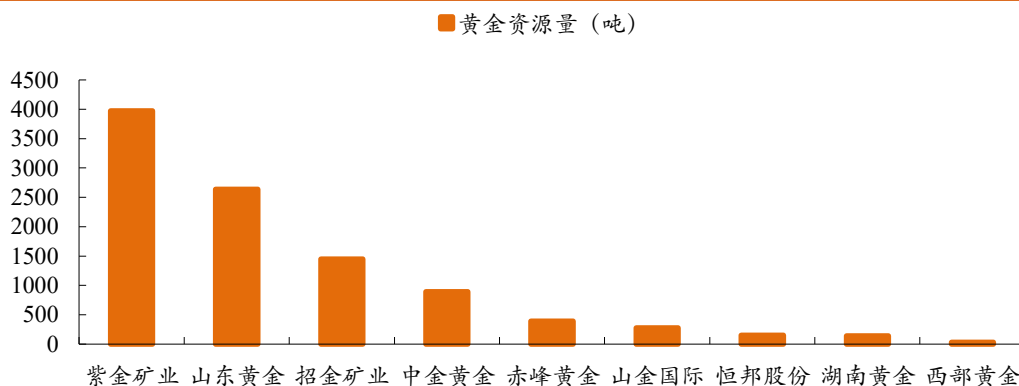
	探明+控制	品位 (g/t)	推断	品位 (g/t)	证实+概略	品位 (g/t)
夏甸金矿	67.23	2.84	37.07	3.36	63.95	2.67
蚕庄金矿	13.32	3.09	38.61	4.2	12.62	2.92
大尹格庄金矿	100.01	2.51	121.07	2.66	94.1	2.32
瑞海矿业	249.66	4.86	312.71	3.78	212.21	4.42
早子沟金矿	19.47	4.46	30.54	3.62	18.7	4.07
奥德兰矿业	14.75	5.19	9.56	4.86	14.23	5.65

德拉罗泊矿业	59.3	1.1	50.66	0.97	32.13	1.3
主力矿山合计	523.74	-	600.22	-	447.94	-
各矿山合计	630.27	2.44	815.89	1.76	517.54	3.03
占比	83.10%	-	73.57%	-	86.55%	-

资料来源：公司 2025 年跟踪评级报告、湘财证券研究所

横向对比看，黄金资源量在同业中位居全国前列。截至 2024 年底，公司黄金资源量仅次于紫金矿业的 3973 吨和山东黄金 2635.84 吨，位列全国第三，资源规模优势突出，丰富的资源储备支撑公司未来的发展潜力。

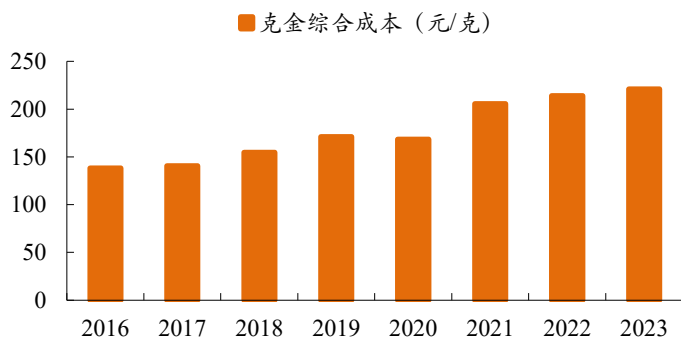
图 29 黄金资源量规模居于同业第三



资料来源：各公司 2024 年年报、湘财证券研究所

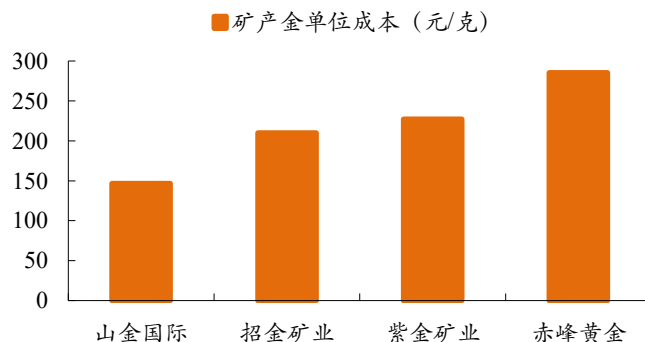
公司克金成本优势明显，未来仍有降本空间。近年来公司克金成本有所抬升，2021-2023 年公司平均克金成本为 213.51 元/克，较 2018-2020 年平均 164.77 元/克的中枢有所抬升，但拉长时间看 2016-2023 年公司克金综合成本年均增速仅为 6.91%，且对比 2024 上半年可比数据，公司相较于同业公司克金成本仍然处于较低位置，反映公司成本管控较为良好。随着未来体量大且成本低的海域金矿投产，叠加公司持续推动矿山机械化、自动化、信息化、智能化建设，通过升级改造降低运营成本，公司克金成本仍然有进一步降低的空间。

图 30 公司克金综合成本缓慢上行



资料来源：公司各年年报、湘财证券研究所

图 31 同行业黄金公司 2024H1 单位矿产金成本对比



资料来源：各公司 2024 年半年报、湘财证券研究所

4 核心假设

我们对公司主营业务预测如下：

现有金矿业务方面，随着公司对于现有金矿的持续投入和开发，我们预计 2025-2027 年自产金产量分别小幅增长至 13.2、13.5 和 13.5 吨，而外购金和冶炼加工量假设将维持稳定。在美联储降息预期升温及中长期降息周期下、美债压力加大导致美元走弱趋势加强及央行储备多元化趋势驱动黄金储备中长期提升背景下，黄金价格有望长期看涨，保守假设 2025-2027 年黄金均价分别为 750 元/克、780 元/克和 840 元/克。在此基础上预计 2025-2027 年公司传统金矿业务收入同比分别增长 33.84%、5.8%和 7.54%至 124.18 亿元、131.38 亿元和 141.28 亿元。现有金矿毛利率基本保持稳定，预计 2025-2027 年分别为 64.98%、64.18%和 63.66%。

增量金矿业务方面，随着铁拓金矿持续开发，以及科马洪金矿、海域金矿分别自 2026 年、2027 年开始投产，未来该三大金矿业务收入有望持续贡献增量。我们预计 2025-2027 年公司增量金矿业务收入同比分别增长 138.10%、69.00%和 90.53%至 30.00、50.70 和 96.60 亿元；毛利率随黄金价格上涨以及产能爬坡而逐渐上涨，预计 2025-2027 年分别为 48.00%、51.28%和 63.56%。

表 6 公司核心业务业绩预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
传统金矿业务				
营业收入(亿元)	92.78	124.18	131.38	141.28
同比增速(%)	20.93%	33.84%	5.80%	7.54%
毛利率(%)	59.30%	64.98%	64.18%	63.66%
增量金矿业务				
营业收入(亿元)	12.60	30.00	50.70	96.60
同比增速(%)		138.10%	69.00%	90.53%
毛利率(%)	27.68%	48.00%	51.28%	63.56%

资料来源：公司 2024 年年报、湘财证券研究所

5 投资建议

在美联储降息预期升温及中长期降息周期下、美债压力加大导致美元走弱趋势加强及央行储备多元化趋势驱动黄金储备中长期提升背景下，黄金价格有望长期看涨。叠加海域金矿、铁拓金矿以及科马洪等金矿逐渐投产和扩产，公司黄金自产金产量有望持续增长，驱动公司未来业绩快速增长。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 164.82 亿元、193.25 亿元和 249.62 亿元，同比分别增长 42.69%、17.25%、29.17%；归母净利润分别为 32.50 亿元、36.45 亿元、56.29 亿元，同比分别增长 124.03%、12.13%、54.44%。对应 2025

年 8 月 29 日收盘价，市盈率为 26.3、23.4、15.2 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

6 风险提示

黄金价格波动风险；国内矿山政策风险；海域金矿、铁拓金矿以及科马洪等金矿产量不及预期；汇率大幅波动风险。

黄金价格上涨不及预期风险。黄金为公司主要产品，其价格变化对公司业绩有直接影响。对于 2025 年业绩，我们测算，若 2025 年黄金价格较假设值 750 元/克下降 1.0 个百分点，则公司 2025 年归母净利润较预测值下降 2.1%。

公司黄金产量不及预期风险。自产金为公司主要利润来源，其产量变化直接影响公司业绩。对于 2025 年业绩，我们测算，若公司自产金产量（不包含海域金矿和铁拓金矿）较假设值 13.2 吨下降 1.0 个百分点，则公司 2025 年归母净利润较预测值下降 1.1%。

附表 1 招金矿业财务报表以及相应指标

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,891	20,583	23,742	29,268	营业收入	11,551	16,482	19,325	24,962
现金	2,656	4,944	5,797	7,869	营业成本	7,029	9,325	10,764	12,420
应收票据及账款合计	176	383	449	580	营业税金及附加	800	148	230	327
其他应收款	180	87	102	131	销售费用	48	66	77	100
预付账款	3,075	5,009	5,873	7,586	管理费用	1,474	1,648	2,358	2,995
存货	6,246	8,709	10,053	11,600	研发费用	0	0	0	0
其他流动资产	1,558	1,451	1,468	1,501	财务费用	545	356	302	225
非流动资产	39,677	38,048	36,046	33,671	资产减值损失	0	0	0	0
长期投资	412	412	412	412	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	18,456	18,527	18,409	18,105	其他经营收益	0	0	0	0
无形资产	17,337	17,272	17,022	16,586	公允价值变动收益	0	0	0	0
其他非流动资产	3,472	1,837	202	-1,432	投资净收益	10	0	0	0
资产总计	53,568	58,631	59,787	62,939	营业利润	1,666	4,938	5,594	8,893
流动负债	14,435	16,326	13,925	11,584	其他非经营损益	563	468	468	468
短期借款	9,573	8,308	4,478	0	利润总额	2,229	5,405	6,061	9,361
应付票据及应付账款合计	826	941	1,087	1,254	所得税	378	1,202	1,348	2,082
其他流动负债	4,037	7,077	8,361	10,330	净利润	1,851	4,203	4,713	7,279
非流动负债	13,940	13,940	13,940	13,940	少数股东损益	401	953	1,068	1,650
长期借款	10,408	10,408	10,408	10,408	归属母公司净利润	1,451	3,250	3,645	5,629
其他非流动负债	3,533	3,533	3,533	3,533	EBITDA	4,122	9,613	10,588	14,183
负债合计	28,376	30,266	27,866	25,524	EPS (元)	0.41	0.92	1.03	1.59
少数股东权益	4,009	4,962	6,030	7,680	主要财务比率				
股本	3,402	3,402	3,402	3,402	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	10,756	10,756	10,756	10,756	成长能力				
留存收益	7,025	9,245	11,733	15,576	营业收入(%)	37.12	42.69	17.25	29.17
归属母公司股东权益	21,184	23,403	25,891	29,735	净利润(%)	120.81	124.03	12.13	54.44
负债和股东权益	53,568	58,631	59,787	62,939	获利能力				
					毛利率(%)	39.15	43.42	44.30	50.24
					净利率(%)	16.03	25.50	24.39	29.16
					ROE(%)	6.85	13.89	14.08	18.93
					ROIC(%)	4.89	9.39	10.03	15.60
					偿债能力				
					资产负债率(%)	52.97	51.62	46.61	40.55
					净负债比率(%)	68.77	48.55	28.47	6.78
					流动比率	0.96	1.26	1.70	2.53
					速动比率	0.52	0.72	0.97	1.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.22	0.28	0.32	0.40
					应收账款周转率	65.64	43.02	43.02	43.02
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.92	1.03	1.59
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.92	2.26	2.94
					每股净资产(最新摊薄)	5.98	6.61	7.31	8.39
					估值比率				
					P/E	58.84	26.27	23.42	15.17
					P/B	4.03	3.65	3.30	2.87
					EV/EBITDA	25.38	10.85	9.59	6.93

资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。