

招金矿业(01818)

报告日期: 2024年09月27日

## 深聚潜力, “招”金而来

## ——招金矿业深度报告

## 投资要点

## 1、行业核心: 第三轮黄金大牛市

若中期内美国难以同时满足“经济好+通胀低”这2个条件, 则金价有望保持长牛, 进而带动贵金属公司盈利能力的增长。

## 2、龙头地方国企, 紫金入股彰显潜力

公司控股股东为招金集团, 实控人为招远市人民政府; A股龙头矿业公司紫金矿业入股成为公司第二大股东, 彰显公司深厚的发展潜力。

## 3、纯正黄金股, 资源雄厚, 产量、成本同业对比优秀

(1) 黄金为绝对主力: 公司黄金营收占比近9成, 毛利占比近100%。

(2) 资源端: 黄金资源量超1300吨, 平均品位2.9克/吨, 位列样本公司第3。

(3) 产量端: 24H1矿产金9.0吨, 同比+7%, 位列样本公司第3。

(4) 成本端: 24H1在金价上行背景下, 克金成本同比下降2%至210元/克。

(5) 规划端: 海域金矿+阿布贾+科马洪有望贡献显著的黄金产能增量。

## 4、边际增量: 内生+外延, 兑现资源潜力

(1) 海域金矿: 预计25年投产, 达产后年产黄金约15-20吨; 预计矿石采选总成本仅340元/吨, 有望贡献显著的增量业绩。

(2) 铁拓矿业: 核心资产阿布贾金矿23年投产, 当年产量2.9吨, 并预计24-32年均产金5.29吨; AISC约982美元/盎司。

(3) 科马洪金矿: 黄金资源量约22.46吨, 平均品位4.55g/t, 规划年产金1.77吨。

## 5、盈利预测与估值

(1) 量价假设: 24-26年金价分别为540、545、545元/克, 公司矿产金产量分别为19.7吨、26.9吨、33.4吨。

(2) 盈利预测与评级: 依托高位金价和产量上行, 招金矿业有望踏上量价齐升的增长快车道。我们预计2024/2025/2026年公司将分别实现归母净利润约12.62/19.74/28.18亿元, 增幅分别为84%、56%、43%; 分别对应EPS为0.37、0.58、0.83元, 分别对应PE为33.28、21.27、14.90倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6、风险提示

美联储加息超预期; 公司黄金产量增长不及预期; 公司黄金成本上升超预期。

## 投资评级: 买入(首次)

分析师: 沈皓俊

执业证书号: S1230523080011

shenhaojun@stocke.com.cn

研究助理: 熊宇航

xiongyuhang@stocke.com.cn

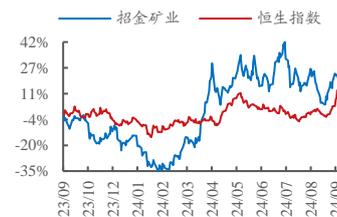
## 基本数据

收盘价 HK\$13.56

总市值(百万港元) 46,136.45

总股本(百万股) 3,402.39

## 股票走势图



## 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8424	11322	15414	18971
(+/-) (%)	7%	34%	36%	23%
归母净利润	686	1262	1974	2818
(+/-) (%)	71%	84%	56%	43%
每股收益(元)	0.14	0.37	0.58	0.83
P/E	88.15	33.28	21.27	14.90

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

招金矿业拥有强大的黄金资源禀赋，资源量和产量均处于国内黄金行业的头部地位；同时伴随内生稳产控本打开盈利空间、建设海域金矿预期增厚利润、外延并购拓展海外业务，在金价上行的背景下，公司黄金产量和业绩均具有上行动力，有望持续兑现资源潜力，属于具备成长性的黄金龙头。

我们预计 2024/2025/2026 年公司将分别实现归母净利润约 12.62/19.74/28.18 亿元，增幅分别为 84%、56%、43%；分别对应 EPS 为 0.37、0.58、0.83 元，分别对应 PE 为 33.28、21.27、14.90 倍。

基于此，公司依托金价上行+产量释放+控制成本，2024-2025 年 PE 相比 2023 年有望快速回落，且由于资源量和产量在同业中的领先地位，PE 同期略高于可比公司均值具有一定合理性；2026 年，伴随海域金矿的爬产和非洲金矿的增量贡献，公司 PE 有望降至同业均值以下，投资价值凸显。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

### ● 关键假设

- 1) 2024-2026 年国内黄金的平均价格分别为 540 元/克、545 元/克、545 元/克；
- 2) 2024-2026 年公司矿产金产量分别为 19.7 吨、26.9 吨、33.4 吨；
- 3) 美国通胀在中长期内保持韧性，中枢难降。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场认为：招金矿业近年来黄金产量增速不高，且利润释放受拖累、估值相比同业更高，投资价值不高。

我们认为：公司现有矿山稳健生产，伴随黄金产量增加+严控成本+金价上行，黄金销售的利润空间扩大，经营或持续向好。此外，公司积极追求增量，并购铁拓矿业+未来海域金矿和科马洪金矿的投产，有望打开新增长曲线，实现黄金产量和利润的快速增长。综上，扎根黄金主业，凭借优质的资源禀赋和丰富的矿业经验，公司有望实现高质量发展。

### ● 股价上涨的催化因素

美联储降息幅度超预期；

海域金矿顺利投产，并达到预期生产效果；

铁拓矿业经营向好，贡献更多增量利润。

### ● 风险提示

美联储加息超预期；公司黄金产量增长不及预期；公司黄金成本上升超预期。

## 正文目录

<b>1 综合金企，稳步增长</b>	<b>5</b>
1.1 龙头地方国企，全球金矿布局	5
1.1.1 山东为基，走向全球	5
1.1.2 国企背景，紫金入股	6
1.2 黄金资源雄厚，海城+大尹格庄+阿布贾+夏甸金矿贡献显著	7
1.3 产量稳居前列，增量项目可期	8
1.4 成本管控得当，同业对比优秀	9
<b>2 财务分析：业绩稳步回升，黄金为绝对主力</b>	<b>11</b>
2.1 营收与利润回升，资产减值拖累业绩	11
2.2 利润率持续改善，费用率下行但仍偏高	12
2.3 板块分析：黄金为绝对主力	13
<b>3 行业展望：第三轮黄金大牛市</b>	<b>14</b>
<b>4 公司边际增量：内生+外延，兑现资源潜力</b>	<b>21</b>
4.1 海城金矿：低成本大矿，有望显著增厚业绩	21
4.2 铁拓矿业：阿布贾金矿贡献增量，周边矿床同具潜力	22
4.3 科马洪金矿：非洲并购再下一城	24
<b>5 盈利预测</b>	<b>25</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 招远市的黄金资源丰富.....	5
图 2: 招金矿业发展历程.....	6
图 3: 招金矿业股权结构图.....	6
图 4: 招金矿业各矿山资源量占比 (100%权益口径) .....	8
图 5: 招金矿业各矿山资源量占比 (权益口径) .....	8
图 6: 国内主要黄金公司的黄金资源量对比 (单位: 吨; 100%权益口径) .....	8
图 7: 招金矿业近年来矿产金产量 (单位: 吨) .....	9
图 8: 招金矿业近年来冶炼金产量 (单位: 吨) .....	9
图 9: 国内主要黄金公司的矿产金产量对比 (单位: 吨; 100%权益口径) .....	9
图 10: 招金矿业近年来克金综合成本及售价变动 .....	10
图 11: 招金矿业与同业公司的克金成本对比 (单位: 元/克) .....	10
图 12: 近年来招金矿业主营业务收入情况 .....	11
图 13: 近年来招金矿业毛利润情况.....	11
图 14: 近年来招金矿业归母净利润情况.....	12
图 15: 近年来招金矿业资产减值损失情况.....	12
图 16: 近年来招金矿业利润率情况.....	12
图 17: 近年来招金矿业的费用率情况.....	12
图 18: 招金矿业与同业公司的期间费用率对比 (单位: %) .....	13
图 19: 招金矿业营业收入按产品拆分 (单位: %) .....	13
图 20: 招金矿业毛利润按产品拆分.....	13
图 21: 两百年金价复盘 (1791~1960) .....	14
图 22: 两百年金价复盘 (1961~2000) .....	15
图 23: 两百年金价复盘 (2001~2022) .....	15
图 24: 两百年金价复盘 (2023) .....	16
图 25: 金价分析象限.....	16
图 26: 商品繁荣时期的金价.....	17
图 27: 美国滞胀时期的金价.....	17
图 28: 美国经济复苏、通胀降低时的金价.....	18
图 29: 美国深度萧条时的金价.....	18
图 30: 美国通胀预期和金价.....	19
图 31: 美国联邦基金利率、PCE 增速与金价.....	20
图 32: 海域金矿建设示意图.....	21
图 33: 海域金矿股东穿透.....	21
图 34: 海域金矿剖面图.....	22
图 35: 阿布贾金矿矿区示意图.....	23
图 36: 阿布贾金矿股东穿透.....	23
表 1: 招金矿业各矿山的黄金资源及品位情况.....	7
表 2: 美联储经济预测中值 (2024 年 9 月) .....	19
表 3: 招金矿业各业务板块业绩及预测.....	25
表 4: 可比公司估值情况.....	27
表附录: 三大报表预测值.....	29

## 1 综合金企，稳步增长

### 1.1 龙头地方国企，全球金矿布局

#### 1.1.1 山东为基，走向全球

招金矿业股份有限公司（股份代号：1818）于 2004 年 4 月 16 日在我国注册成立，是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设立。公司已成功于 2006 年 12 月 8 日在香港联合交易所有限公司主板上市。

公司业务链条集勘探、开采、选矿及冶炼营运一体，是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。主要产品为“9999 金”及“9995 金”标准金锭。

地理位置方面，公司位于中国山东省胶东半岛的招远市，其资源丰富、地理位置优越，是国内重要的黄金生产基地，黄金资源约占中国总剩余黄金资源的十分之一，被中国黄金协会命名为“中国金都”。

图1：招远市的黄金资源丰富



资料来源：中国国家地理，浙商证券研究所

回顾历史沿革，公司的重要发展节点如下所示：

2004 年，公司由山东招金集团有限公司等机构共同发起设立。

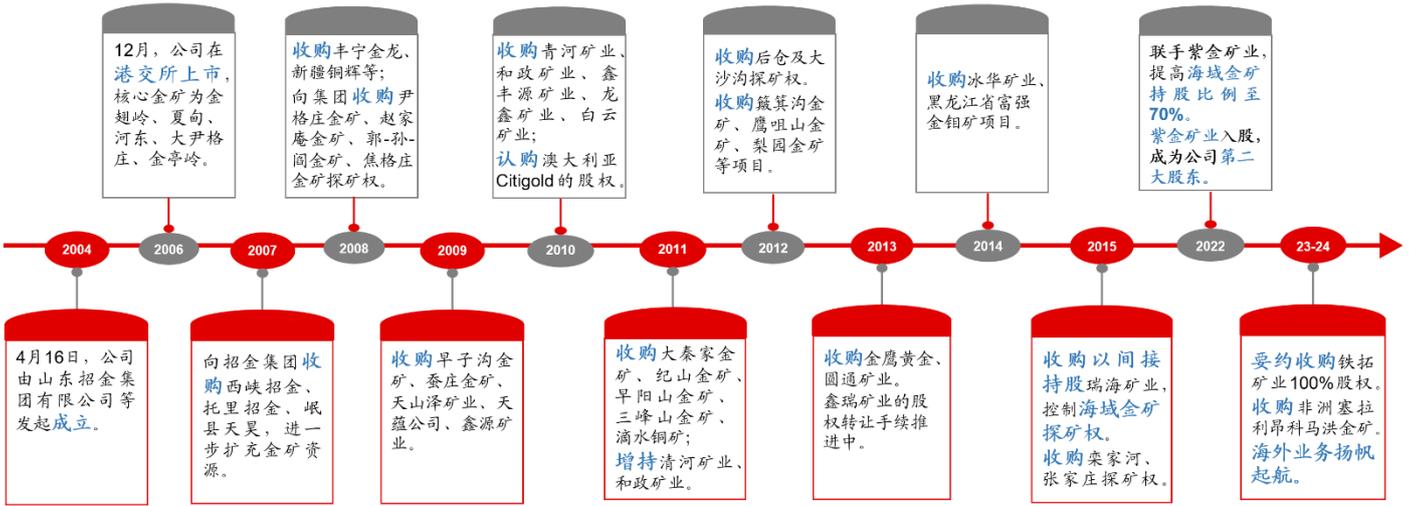
2006 年 12 月，公司在港交所上市，核心金矿为金翅岭金矿、夏甸金矿、河东金矿、大尹格庄金矿、金亭岭金矿等。

2007-2014 年，招金矿业外延收购诸多金矿，持续扩大黄金资源及生产规模。

2015-2022 年，招金矿业分两次收购，将海域金矿的持股比例提高至 70%。此外，紫金矿业成为公司的第二大股东，同时在矿山层面持股海域金矿 30% 股权。招金、紫金强强联合、共同开发海域金矿。

2023 -2024 年，公司完成了对澳大利亚上市公司铁拓矿业 100% 股权的要约收购（核心资产为位于西非科特迪瓦的阿布贾金矿）、非洲塞拉利昂科马洪金矿的控制权收购，发力其在海外的金矿运营，山东为基、走向全球。

图2: 招金矿业发展历程

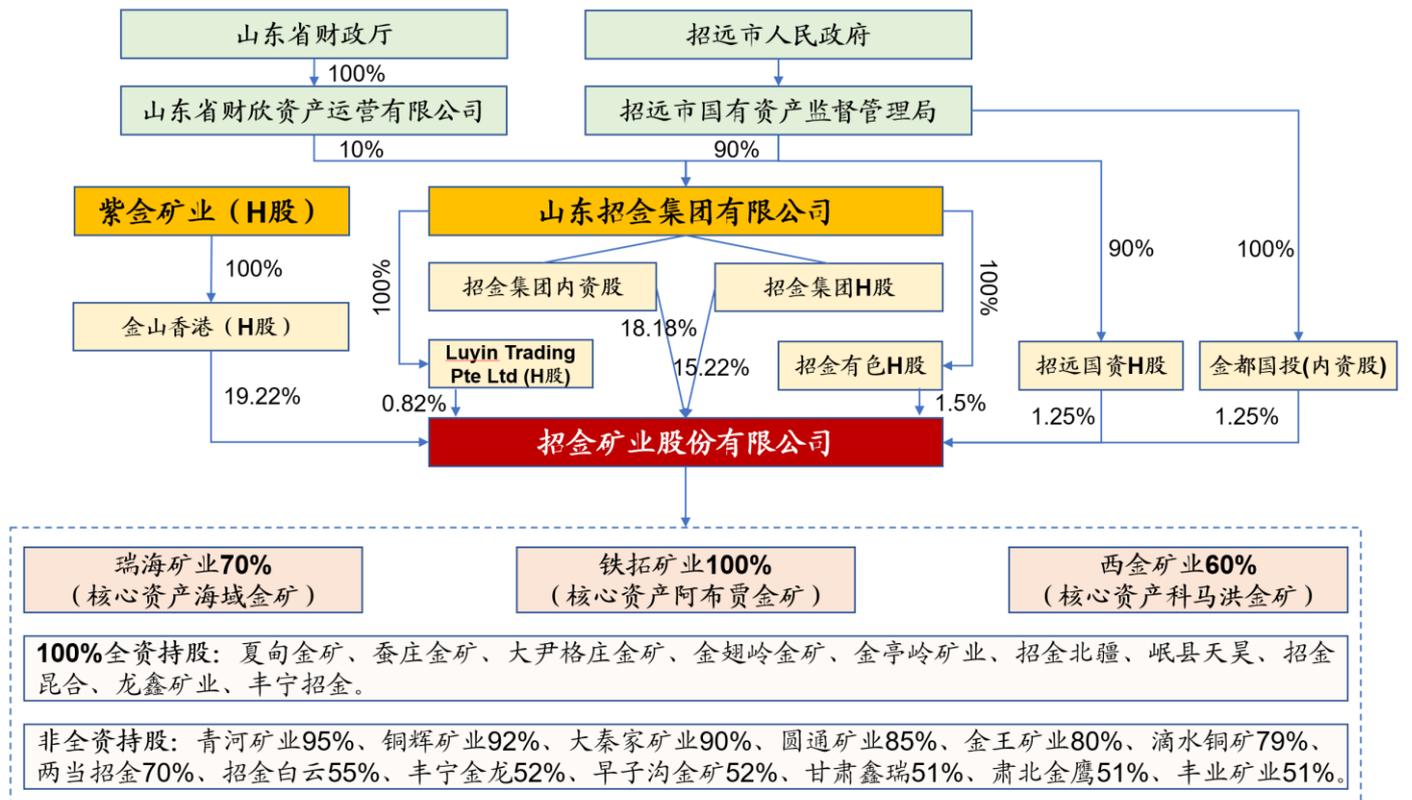


资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

1.1.2 国企背景, 紫金入股

公司控股股东为招金集团, 实控人为招远市人民政府, 紫金矿业入股成为公司第二大股东。截至2024年6月末, 公司控股股东招金集团合计持股比例35.72%, 实控人为招远市人民政府, 国企背景深厚。此外, 紫金矿业通过金山香港持有公司19.22%股份, 为公司第二大股东——A股龙头矿业公司紫金矿业入股+赋能, 彰显了公司深厚的发展潜力。

图3: 招金矿业股权结构图



资料来源: 公司公告, 公司微信公众号, Wind, iFind, 浙商证券研究所 (注: 公司股东信息截至2024年6月末, 其中Luyin Trading Pte Ltd对招金矿业的持股数据为推算; 除2024年新收购的铁拓矿业、西金矿业外, 公司其余下属矿山的持股比例为截至2023年底的数据。)

## 1.2 黄金资源雄厚，海域+大尹格庄+阿布贾+夏甸金矿贡献显著

公司黄金资源量超千吨，综合品位较高。考虑今年收购的阿布贾金矿和科马洪金矿，公司拥有的黄金资源量已经超过 1300 吨，权益口径也超过 1000 吨，综合平均品位约 2.9 克/吨，展现了雄厚的资源实力。

表1：招金矿业各矿山的黄金资源及品位情况

金矿名称	持股比例	黄金资源量(吨)	黄金权益资源量(吨)	品位(克/吨)	矿石量(Mt)
夏甸金矿	100%	103.1	103.1	3.0	34.1
蚕庄金矿	100%	52.7	52.7	4.1	12.7
大尹格庄金矿	100%	227.7	227.7	2.6	87.3
金翅岭金矿	100%	7.6	7.6	8.2	0.9
金亭岭矿业	100%	19.1	19.1	7.2	2.7
招金北疆	100%	10.4	10.4	3.9	2.7
岷县天昊	100%	8.6	8.6	2.7	3.2
招金昆仑	100%	1.4	1.4	5.1	0.3
龙鑫矿业	100%	12.3	12.3	3.7	3.3
丰宁招金	100%	0.8	0.8	3.7	0.2
清河矿业	95%	27.2	25.8	6.2	4.4
大秦家矿业	90%	1.6	1.5	3.7	0.4
阿布贾金矿	88%	119.1	104.8	1.0	124
圆通矿业	85%	3.9	3.3	5.5	0.7
金玉矿业	80%	6.9	5.5	2.9	2.4
两当招金	70%	18.8	13.1	2.0	9.2
瑞海矿业	70%	562.4	393.7	4.2	134.0
西金矿业	60%	22.5	13.5	4.5	4.9
招金白云	55%	27.3	15.0	2.8	9.8
丰宁金龙	52%	8.2	4.3	3.1	2.6
早子沟金矿	52%	49.0	25.5	3.9	12.5
甘肃鑫瑞	51%	20.8	10.6	2.5	8.3
肃北金鹰	51%	9.7	4.9	5.7	1.7
丰业矿业	51%	5.7	2.9	6.5	0.9
<b>合计</b>		<b>1326.6</b>	<b>1068.1</b>	<b>2.9</b>	<b>463.3</b>

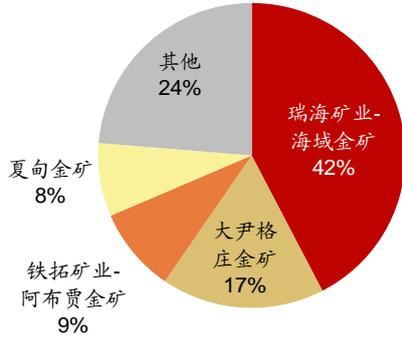
资料来源：公司公告，公司微信公众号，铁拓矿业官网，Wind，浙商证券研究所

注：资源量的统计口径为“探明+控制+推断”；合计资源量考虑了 2024 年完成收购的铁拓矿业-阿布贾金矿和科马洪金矿，其他矿山资源量则为截至 2023 年末的情况。

**海域+大尹格庄+阿布贾+夏甸金矿贡献了近8成资源量。**从资源格局来看，海域金矿、大尹格庄金矿、阿布贾金矿和夏甸金矿是公司的主力矿山，四者资源量占比 76%、权益资源量占比 78%。其中，大尹格庄、阿布贾、夏甸金矿均为在产金矿，海域金矿待产。

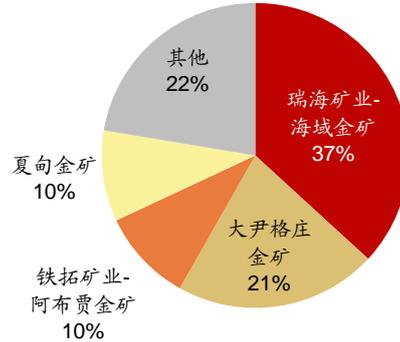
**横向对比，招金矿业的黄金资源量位列国内主要黄金公司第 3，优质资源禀赋支撑雄厚的发展潜力。**我国黄金上市公司的资源量集中度较高，在如图 6 的公司统计样本内，CR3 资源量占比高达 68%；其中，招金矿业的资源量储备位列样本公司第 3、占比 14%，龙头地位凸显、发展潜力雄厚。

图4: 招金矿业各矿山资源量占比 (100%权益口径)



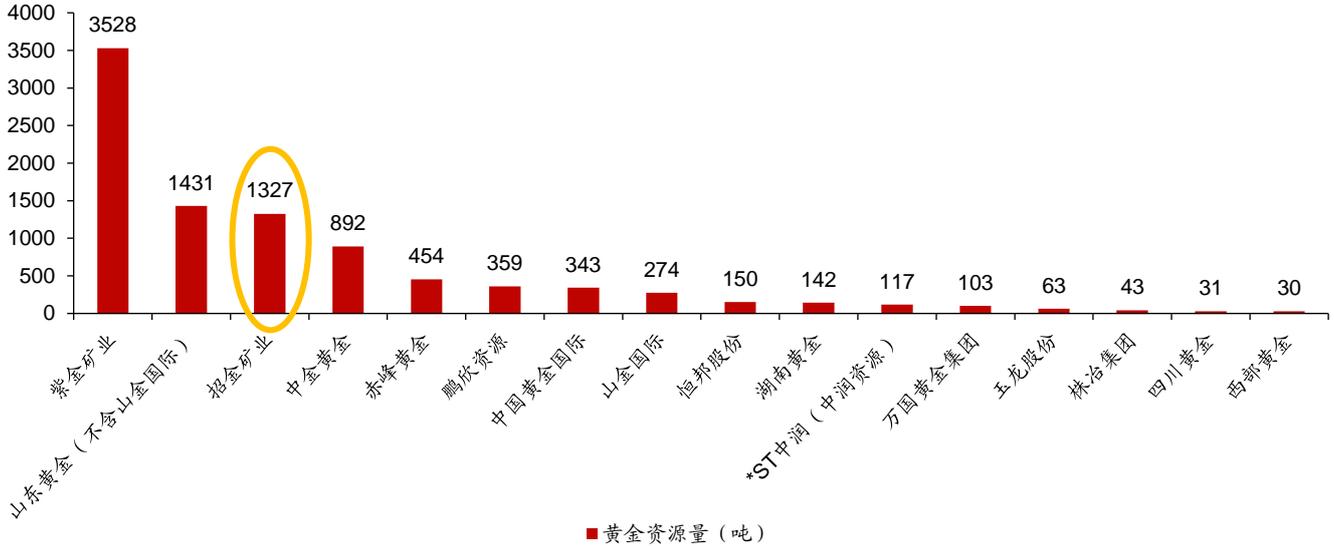
资料来源: 公司公告, 公司微信公众号, 铁拓矿业官网, 浙商证券研究所

图5: 招金矿业各矿山资源量占比 (权益口径)



资料来源: 公司公告, 公司微信公众号, 铁拓矿业官网, Wind, 浙商证券研究所

图6: 国内主要黄金公司的黄金资源量对比 (单位: 吨; 100%权益口径)



资料来源: 各公司公告, 紫金矿业官网, 招金矿业微信公众号, 铁拓矿业官网, 浙商证券研究所

注1: 紫金矿业资源量截至2024年6月; 山东黄金资源量不含山金国际, 数据截至2023年底; 招金矿业资源量包含阿布贾金矿和科马洪金矿, 公司其他矿山资源量数据截至2023年底; 山金国际资源量考虑了2024年新收购的Osino项目, 公司其他矿山资源量数据截至2023年底; 玉龙股份资源量截至2023年6月; 四川黄金资源量包含梭罗沟矿区挖金沟矿段, 梭罗沟金矿资源量数据截至2023年10月; 其余公司资源量均摘自其2023年报。  
注2: 同业对比的黄金资源量排位结论, 仅限于本图样本。

### 1.3 产量稳居前列, 增量项目可期

公司以黄金采冶为主业, 近年来矿产金产量较为稳定。公司的主要产品包括矿产金和冶炼金, 近年来矿产金产量保持相对稳定, 而盈利水平不高的冶炼金产量整体呈下降趋势。

具体来看, 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, 严重影响了公司的黄金生产工作。

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, 但主要系买断金的数量减少, 公司自有主力矿山则实现产能提升、确保了稳产增产。

2024 上半年，公司矿产金产量 9.0 吨，同比+7%；冶炼金产量 4.2 吨，同比+25%，生产经营继续向好。

图7：招金矿业近年来矿产金产量（单位：吨）

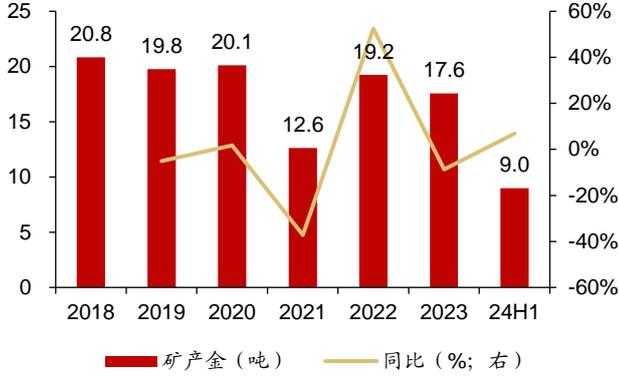
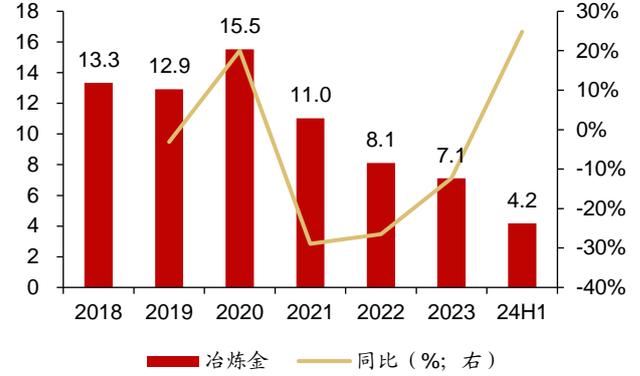


图8：招金矿业近年来冶炼金产量（单位：吨）



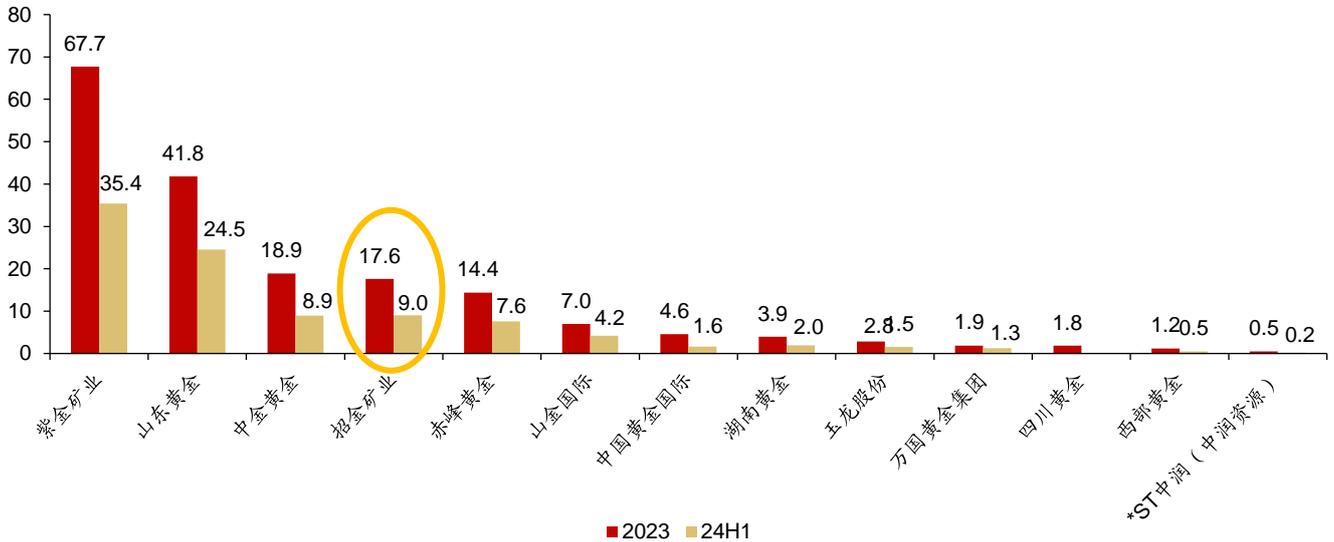
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**横向对比，招金矿业的矿产金产量稳居行业前列。**我国黄金上市公司的产量集中度同样较高，在如图 9 的公司统计样本内，2023 年 CR5 产量占比高达 87%、24H1 产量占比高达 88%；其中，2023 年招金矿业的矿产金产量位列样本公司第 4、占比 10%，24H1 矿产金产量位列样本公司第 3、占比 9%，稳居行业前列。

往后看，待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，不断夯实黄金行业龙头公司地位。

图9：国内主要黄金公司的矿产金产量对比（单位：吨；100%权益口径）



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

注 1：仅统计各公司矿产金产量；其中，出于数据可得性因素，本图相比图 6 减少了部分公司样本，且万国黄金集团的统计口径包括金岭矿金精矿产量含金量+金岭矿金锭产量含金量+新庄矿精矿销量含金量；四川黄金暂未公布 2024 年上半年矿产金产量。

注 2：同业对比的矿产金产量排位结论，仅限于本图样本。

### 1.4 成本管控得当，同业对比优秀

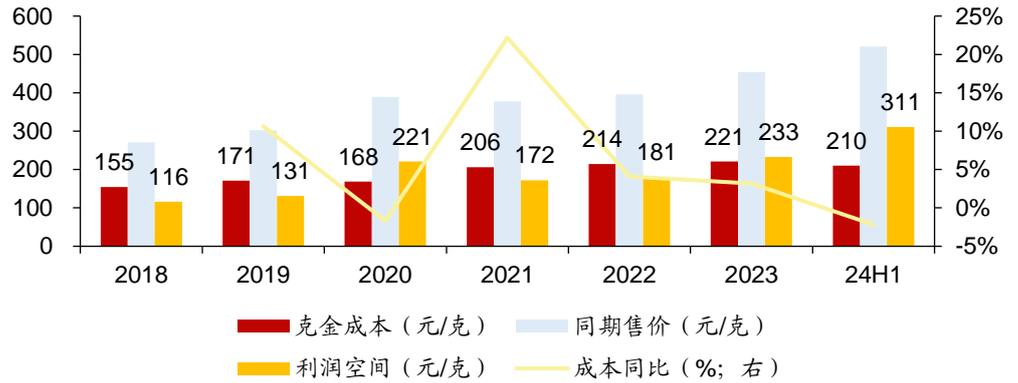
公司成本管控得当，利润空间稳步提升。近年来，公司的克金综合成本涨幅处于可控水平，在金价上行的大背景下，利润空间不断拉升。

具体来看，2021 年公司受矿山停产影响，克金成本显著上升，利润空间同比大幅压缩，但受益于高位金价，仍高于 2018-2019 年的水平。

进入 2022-2023 年，公司逐渐走出停产影响，克金成本温和上涨，受益于金价走高，利润空间稳步回升。

2024 年上半年，在金价继续显著上行的背景下，公司产量增加+严控成本，克金成本同比下降 2%至 210 元/克，利润空间升至 311 元/克，创下近年来新高，为公司业绩增长提供了重要动力。

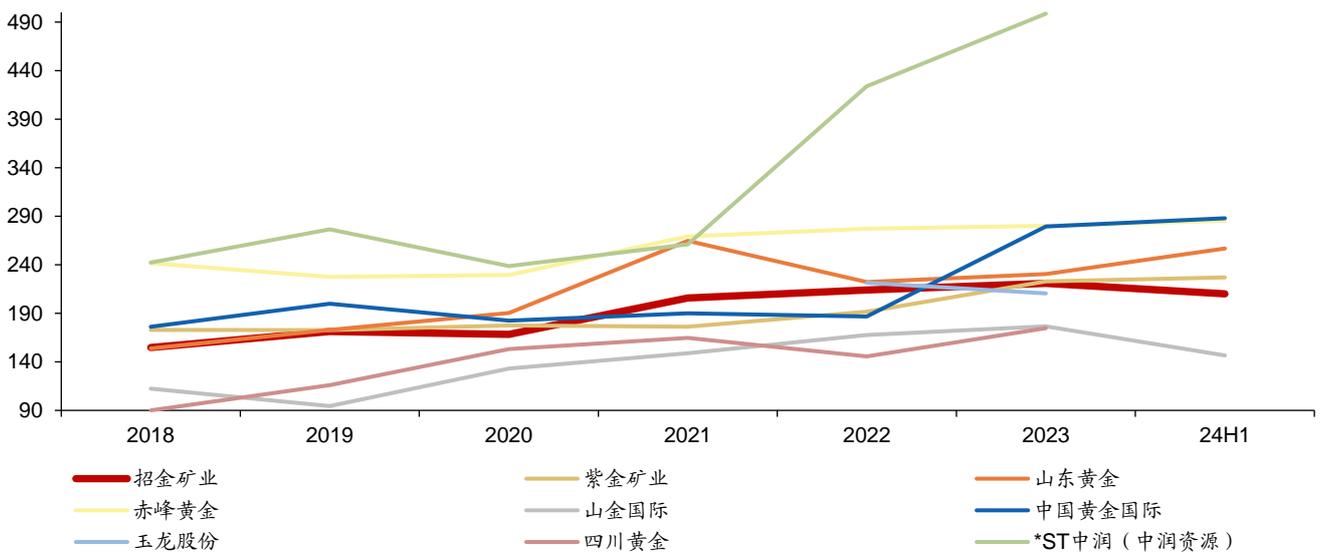
图10：招金矿业近年来克金综合成本及售价变动



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所（注：24H1 售价，为根据过往公司售价与同期金价的比例均值，结合 24H1 金价推算而出，可能与实际值存在差异；利润空间=售价-克金成本。）

**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。**在图 11 的样本中，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%，低于同业均值的 9%。24H1 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11：招金矿业与同业公司的克金成本对比（单位：元/克）



资料来源：各公司公告，Wind，浙商证券研究所

注 1：为保证数据可比性，同业公司的克金成本采用矿产金营业成本/矿产金销量计算得出，存在四舍五入的误差、或与实际值存在差异；且出于数据可得性因素，相比图 6、图 9，本图剔除了一部分公司。

注 2：四川黄金 2022 年黄金金属销量为根据金精矿产量、折合金属产量、金精矿销量推算而出，可能与实际值存在差异；

注 3：同业对比的成本排位结论仅限于本图样本。

## 2 财务分析：业绩稳步回升，黄金为绝对主力

### 2.1 营收与利润回升，资产减值拖累业绩

近年来，公司收入和毛利润水平稳中有升，24H1 增幅显著。具体来看：

2018-2023 年公司主营业务收入 CAGR 约为 3%、毛利润 CAGR 约为 6%，呈稳步增长态势。其中，2021 年受矿山停产的负面影响，公司收入与毛利润出现显著下滑，但后续伴随矿山复产，收入和毛利润均出现回升，负面影响逐渐消除。

2024 上半年，受益于金价上涨和黄金销量增加，公司收入和毛利润出现了显著增长，经营状况持续向好：24H1 主营收入 46.3 亿元，同比+34.2%；毛利润 19.8 亿元，同比+47.0%。

图12：近年来招金矿业主营业务收入情况

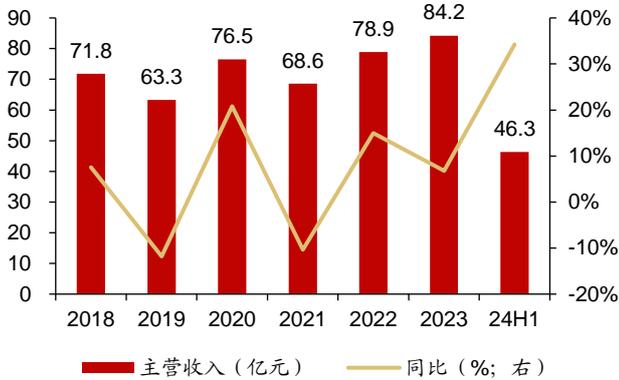
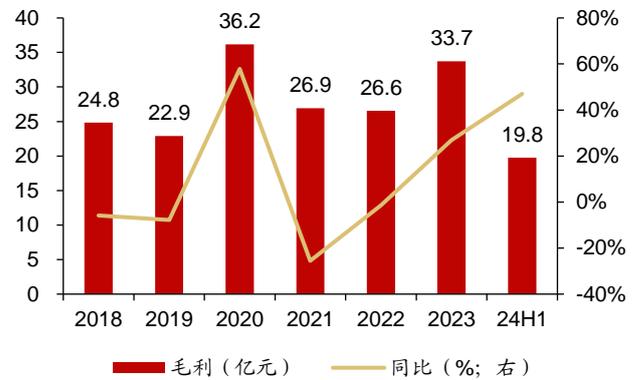


图13：近年来招金矿业毛利润情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：参考公司年报口径，此处收入指主营业务收入，而非营业总收入。）

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：参考公司年报口径，此处毛利=主营业务收入-主营业务销售成本。）

受益于收入和毛利的增长，公司归母净利润从 2022 年开始快速回升，但额度较大的资产减值损失拖累了归母净利润的修复速度。具体来看：

➢ 2018-2023 年公司归母净利润 CAGR 约为 8%，整体呈稳步增长态势。其中：

(1) 2021 年受矿山停产影响，公司归母净利润大幅下降 96.8%至 0.3 亿元。

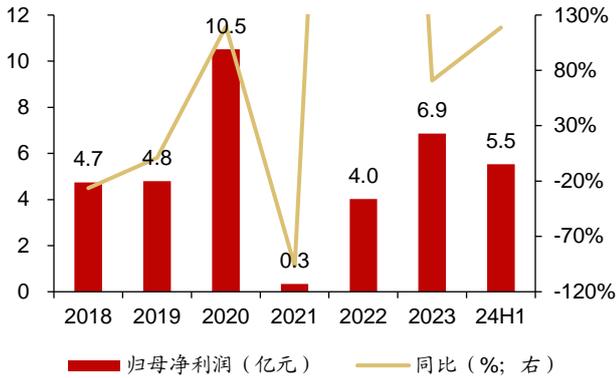
(2) 2022 年伴随矿山复产，归母净利润快速增长 1092.8%至 4.0 亿元。

(3) 2023 年继续回升至 6.9 亿元，同比+70.8%，但相比 2020 年归母净利润 10.5 亿元的高点尚有差距。

(4) 2024 上半年，受益于金价上升、销量增长、成本下降和并购铁拓矿业，公司归母净利润同比增长 118.6%，进一步回升至 5.5 亿元。其中，24H1 铁拓矿业为集团贡献了 1821 万元的合并利润；后续伴随铁拓矿业生产经营趋稳、并表时间增长，有望为公司继续增厚盈利。

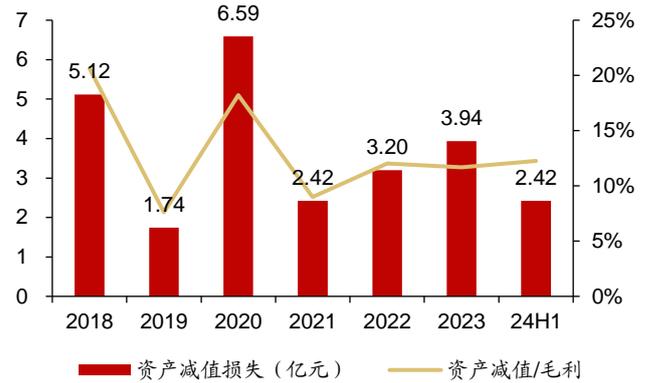
但受国家政策、公司发展战略调整等原因，公司近年来均确认了额度较大的资产减值损失，一定程度上拖累了净利润的修复。2023 年，公司确认资产减值损失 3.94 亿元，占当年毛利润的 12%。24H1 公司于损益中确认的减值损失高达 2.42 亿元，占当期毛利润的 12%；其中，由于矿山战略调整 and 经营计划变更，公司对两家金矿的若干物业、厂房及设备确认了资产减值损失合计 2.18 亿元，明显影响了当期净利润的释放。

图14: 近年来招金矿业归母净利润情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 2022 年同比增速出现极端值, 图内予以不显示, 以保证其他年份数据的可视性。)

图15: 近年来招金矿业资产减值损失情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 (注: 24H1 的资产减值损失, 口径为中报的“于损益中确认之减值损失”。)

## 2.2 利润率持续改善, 费用率下行但仍偏高

(1) 利润率方面: 2021 年后, 公司迅速走出矿山停产的影响, 盈利能力显著回升。

2023 年公司毛利率 40%、净利率 10%, 相较 2021 年分别提升 0.8pct 和 7.2pct;

24H1 公司毛利率和净利率进一步回升至 42.7%、15.7%, 相较 2021 年分别提升 3.5pct 和 12.9pct。

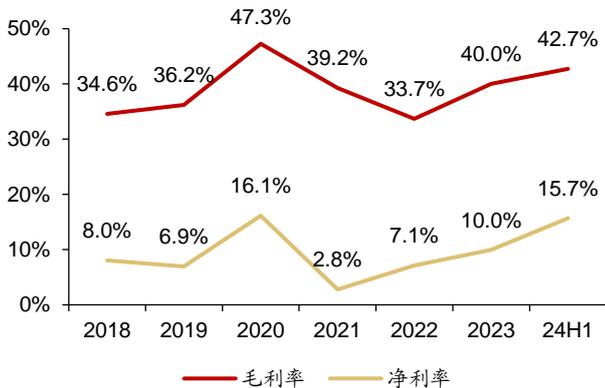
(2) 费用率方面: 整体下行但仍处同业较高水平, 一定程度上影响了净利润的释放。

2023 年, 公司期间费用率为 19.8%, 相较 2021 年的 27.4%下降了 7.6pct, 其中管理费用率和财务费用率下降显著;

24H1 公司期间费用率进一步下行至 17.8%, 经营效率不断回升。

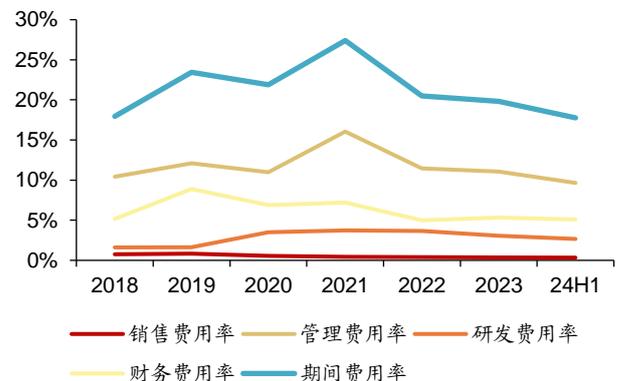
但对比图 18 的样本公司, 招金矿业的期间费用率仍处于较高水平——2023 年高于同业公司均值 14pct, 24H1 高于同业公司均值 13pct, 一定程度上影响了净利润的释放。

图16: 近年来招金矿业利润率情况



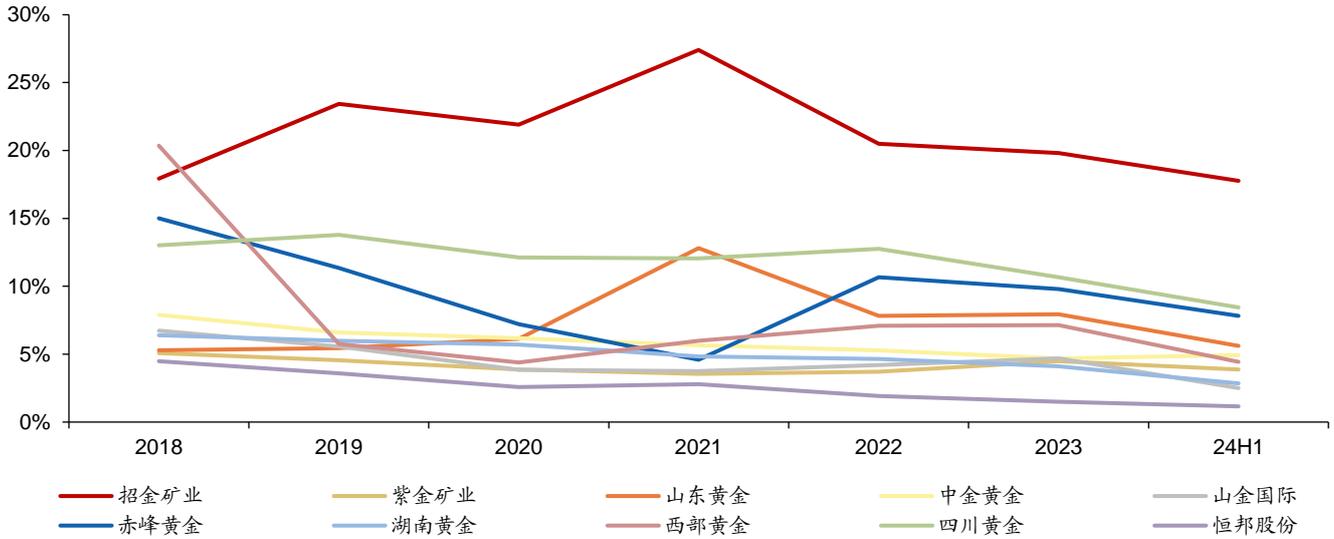
资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 本图中, 毛利率=主营毛利/主营业务收入; 净利率=除税前净利润/主营业务收入。)

图17: 近年来招金矿业的费用率情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 (注: 本图采用公司的债券发行公告披露口径, 费用率=费用/营业收入。)

图18: 招金矿业与同业公司的期间费用率对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

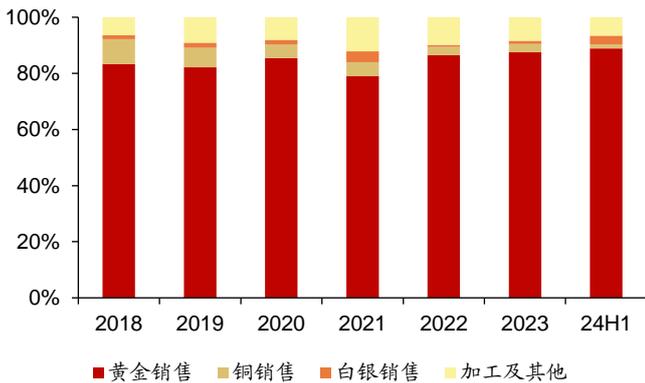
### 2.3 板块分析: 黄金为绝对主力

公司以黄金销售为绝对主力, 营收占比近 9 成, 毛利占比近 100%, 是业务非常纯正的黄金股。

2018-2021 年, 公司的黄金收入占比在 80%附近波动; 2022-2023 年, 黄金收入占比升至 87%; 24H1 进一步升至 89%。

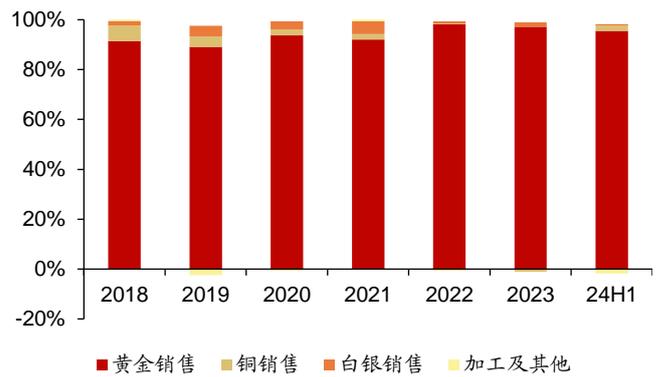
2018-2021 年, 公司的黄金毛利占比在 90%-95%波动; 2022-24H1 则进一步升至 99%。即, 黄金销售业务几乎贡献了公司的全部利润。

图19: 招金矿业营业收入按产品拆分 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 (注: 公司债券发行公告口径)

图20: 招金矿业毛利润按产品拆分



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 (注: 公司债券发行公告口径)

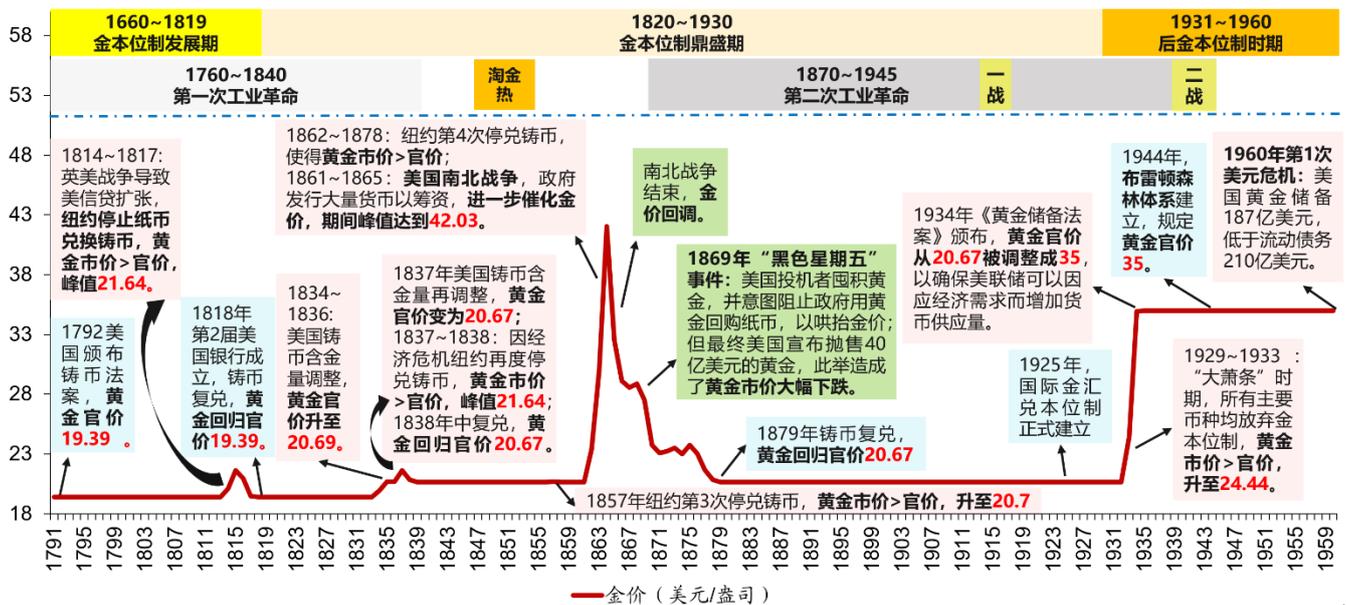
### 3 行业展望：第三轮黄金大牛市

**核心结论：**我们认为当前或正处于第三轮黄金大牛市，若中期内美国难以同时满足“经济好+通胀低”这2个条件，则金价有望保持长牛、持续向上突破，进而带动贵金属公司盈利能力的增长。

首先，本文复盘两百年的金价历史，找寻金价波动与前两轮黄金大牛市的相关细节。

**(1) 金本位主导的时期 (1791~1960)：**多数时期黄金市价=官价，彼时美国停兑铸币是黄金市价相对官价发生偏移的重要因素。

图21：两百年金价复盘（1791~1960）



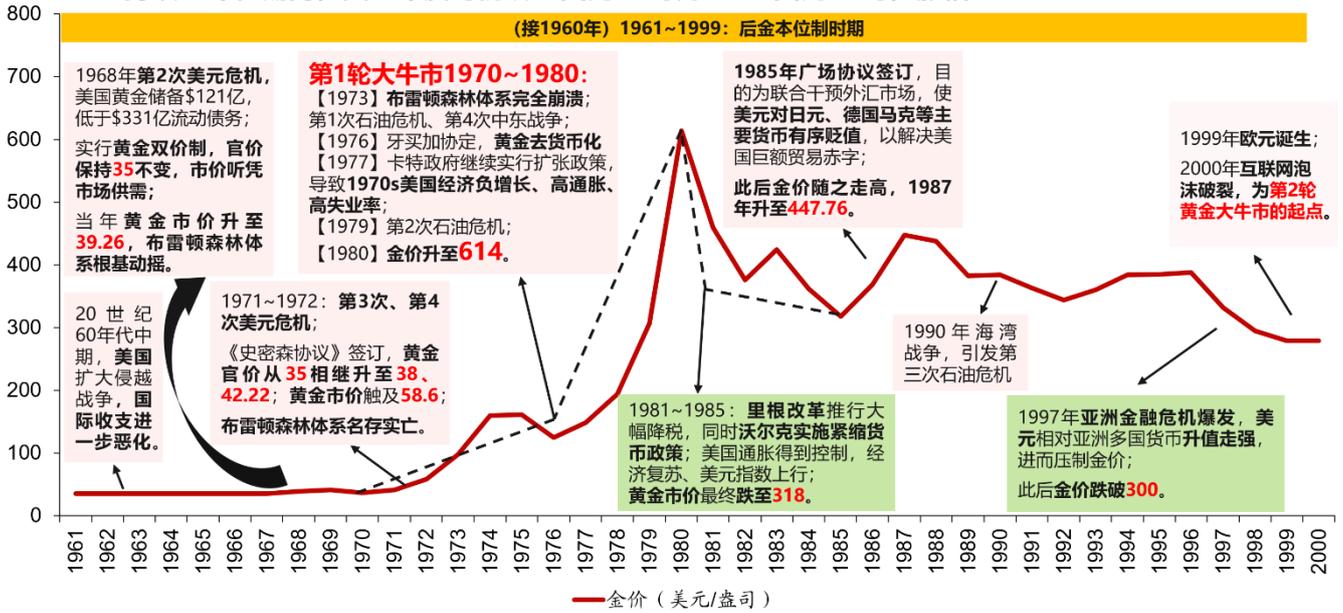
资料来源：Measuring Worth, Encyclopedia, Academic Accelerator, 美国联邦储备银行, 世界黄金协会, 《金融概论》(赵宏等, 2015), 人民网, 维基百科, 百度百科, 浙商证券研究所 (注：图中所述的金价单位, 均为美元/盎司)

**(2) 金本位走向崩溃到 20 世纪结束 (1961~2000)：**经历了第一轮黄金大牛市 (1970~1980)。本轮黄金大牛市始于布雷顿森林体系的崩溃，终于里根改革和沃尔克货币政策，持续 10 年。期间，黄金年度均价从 36 美元/盎司升至 614 美元/盎司，涨幅 1586%。

**(3) 进入 21 世纪 (2001-2022)：**经历了第二轮黄金大牛市 (2000~2012)。本轮黄金大牛市始于互联网泡沫危机，受次贷危机催化，终于世界经济回暖，持续 12 年。期间，年度黄金均价从 279 美元/盎司升至 1669 美元/盎司，涨幅 498%。

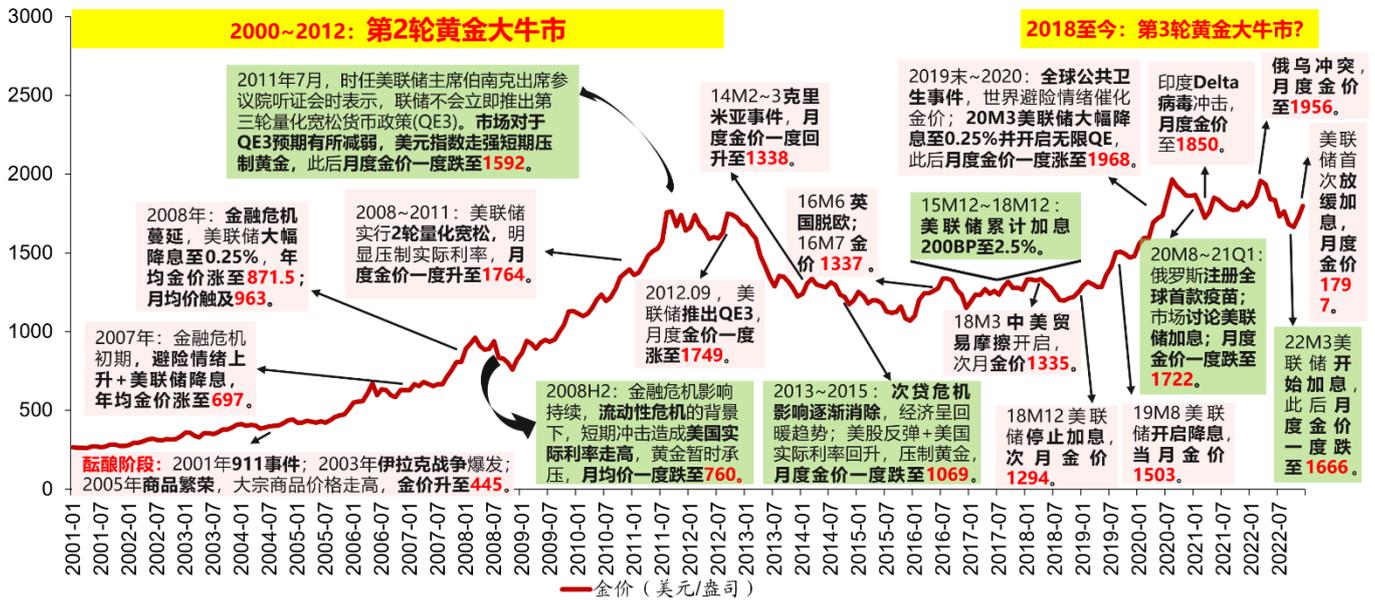
**(4) 我们认为的第三轮黄金大牛市 (2018~)：**2018 年以来，以中美贸易摩擦为开端，全球合作的风格开始转变，第三轮黄金大牛市可能随之正在上演，金价受到美联储货币政策调整及预期、地缘冲突、央行购金、美元信用、通胀演变、经济走势等多方面因子影响，但预计将在中长期内整体处于舒适区间，有望再次走出长牛、韧性十足。

图22: 两百年金价复盘 (1961~2000)



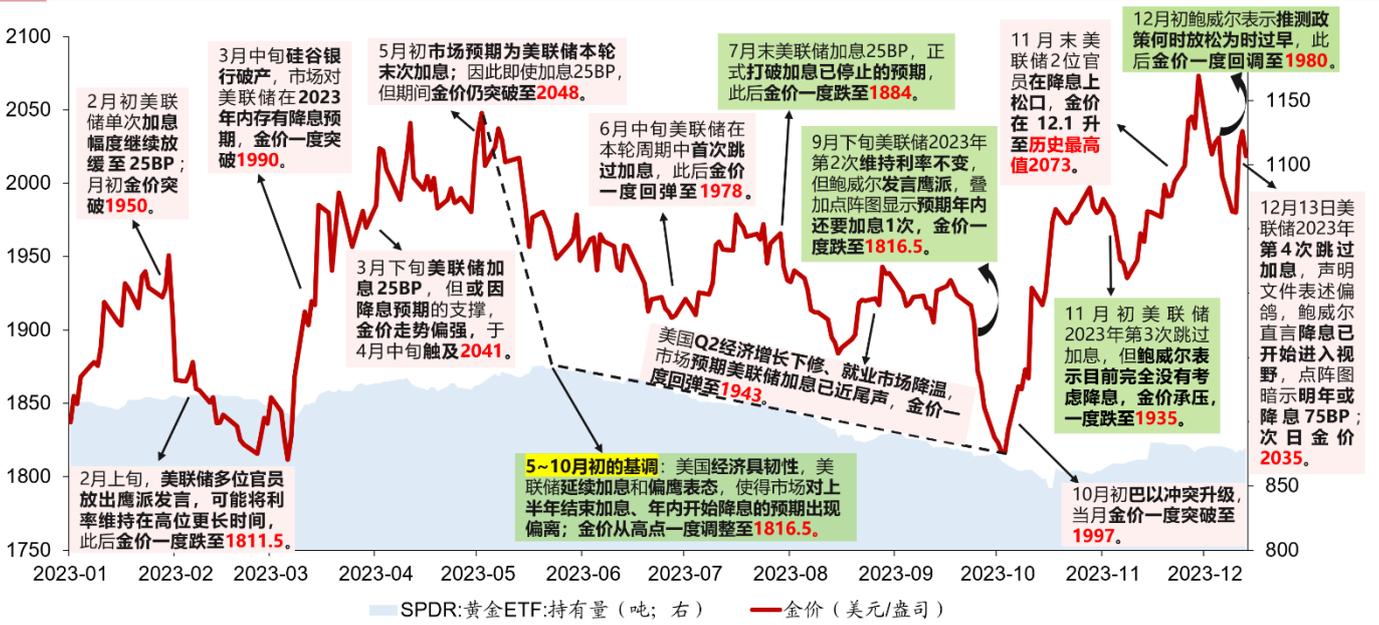
资料来源: Measuring Worth, Wind, 环球外汇, 人民网, MBA 智库百科, 维基百科, 《美国政府滞胀治理的主要做法》(杜飞轮和金瑞庭, 2022), 中国大百科全书, 世界黄金协会, 浙商证券研究所 (注: 1974年及以前金价, 采用 Measuring Worth 数据; 1975年及以后金价, 采用 Comex 黄金连续收盘价年度均值; 图中所述的金价单位, 均为美元/盎司)

图23: 两百年金价复盘 (2001~2022)



资料来源: Wind, 维基百科, The Conversation, 《美国量化宽松政策的实施和退出对中国经济的影响》(张辑和陶宗霞, 2021), 第一财经, 商务部, 央视网, 央视新闻, LA County Department of Public Health, 浙商证券研究所 (注: 金价采用 Comex 黄金连续收盘价月度均值; 图中所述的金价单位, 均为美元/盎司)

图24：两百年金价复盘（2023）



资料来源：Wind，新华财经，格隆汇，中国新闻网，金十数据，CME，汇通财经，央广网，中国经济时报，新华网，财联社，澎湃新闻，浙商证券研究所（注：金价采用 Comex 黄金连续收盘价；数据截至 2023 年 12 月 15 日；图中所述的金价单位，均为美元/盎司）

接下来，解释金价“似乎将整体处于舒适区间”变得至关重要。

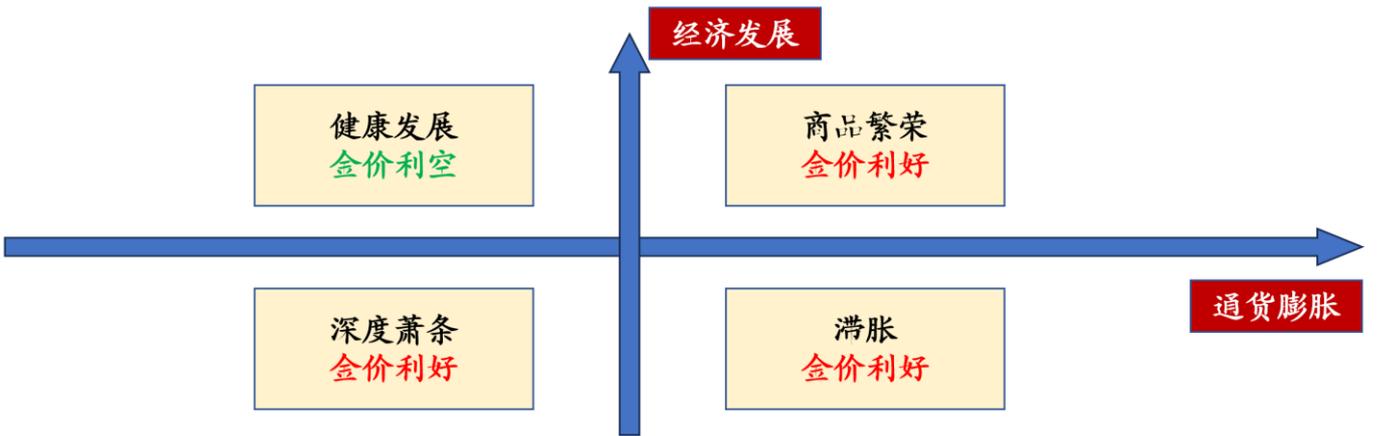
回顾前两轮黄金大牛市的启动和结束，可以发现催化金价出现长期行情（长牛或长熊），有两个重要因素——美国的经济发展和美国的通胀情况。

进一步将其抽象成坐标系，我们可以得出四个象限：商品繁荣（经济好+通胀高）、滞胀（经济不好+通胀高）、健康发展（经济好+通胀温和）和深度萧条（经济不好+通胀低）。

在 2022 年 12 月我们发布的《黄金行业深度：配置价值凸显》报告中已经提到，作为足值货币，黄金具有良好的避险和抗通胀能力，某种意义上可以作为商品的定价锚。因此可以朴素而直观地推导出下面的结论：美国经济好（或复苏）+通胀低（或明显下降），可能是造成金价长熊的重要因子；反之，若上述两个条件不能同时满足，则金价都有走出长牛的可能。

而图 26-图 29 的历史数据，似乎也佐证了上述的结论。

图25：金价分析象限



资料来源：浙商证券研究所

图26: 商品繁荣时期的金价



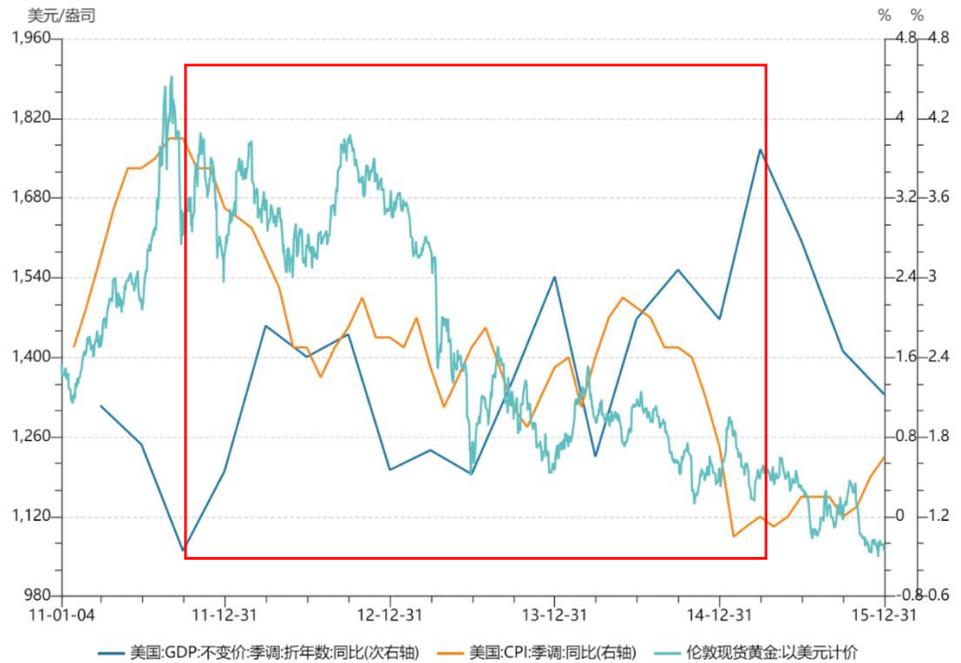
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 美国滞胀时期的金价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 美国经济复苏、通胀降低时的金价

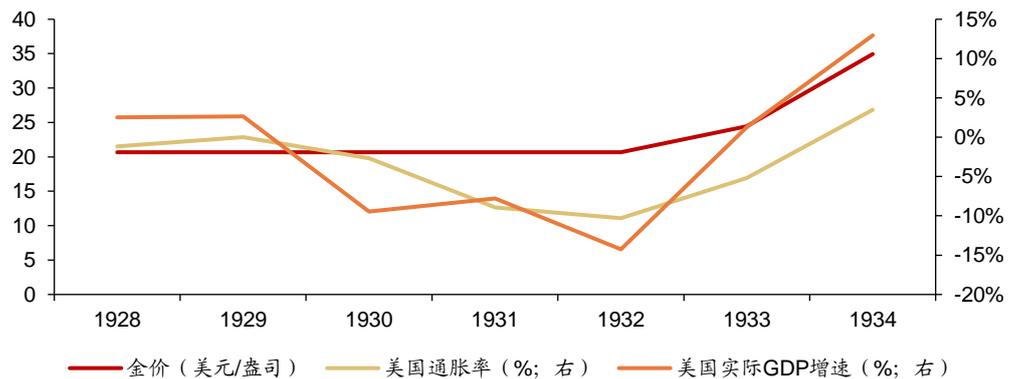


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

此处需要特殊说明一下美国大萧条时期的金价变化。可以参考图 21 中的金价复盘, 在 1929~1933 的大萧条时期, 当时全球所有的主要币种均放弃了金本位制。由于黄金彼时并非自由定价, 因此 1933 年黄金市价>官价、升至 24.44 美元/盎司存在一定滞后性。

后续 1934 年《黄金储备法案》颁布, 黄金官价从 20.67 被调整成 35, 以确保美联储可以因应经济需求而增加货币供应量, 也是为了应对大萧条带来的负面影响——换言之, 深度萧条可以视作金价的前沿催化剂。

图29: 美国深度萧条时的金价



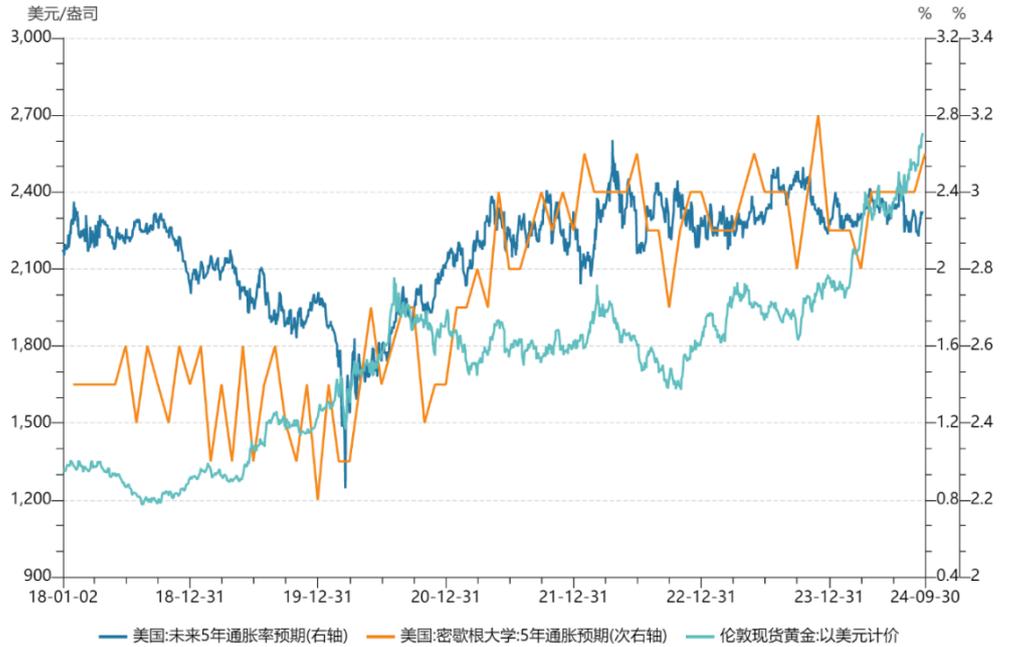
资料来源: Wind, Measuring Worth, 明尼阿波利斯联邦储备银行, 浙商证券研究所

在明确了金价的分析象限后, 我们将重点放在通胀的讨论上, 以解释金价在中长期“似乎将整体处于舒适区间”。

首先, 从定性的角度分析: 当前全球风格已经发生明显变化, 全球多地区爆发冲突、大国博弈加剧等因素或降低广义资源在全球的配置效率, 进而可能从成本侧推高通胀中枢。

其次, 从定量的角度分析: 美国未来 5 年的通胀率在 2020 年以来出现了较为明显的上行趋势, 意味着中长期的通胀韧性强——同期也伴随着金价的中枢抬升。

图30: 美国通胀预期和金价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

再次, 从美联储降息的角度分析: **9月美联储宣布了自2020年以来的首次降息, 将基准利率下调了50BP以阻止劳动力市场放缓, 超出市场预期。**此外, “点阵图”表明美联储2024年将累计降息100个基点, 在9月降息50个基点后, 还有50个基点的降息预期。美联储2025年料再将降息100个基点, 与6月点阵图预期的降息幅度相同。

一方面, 本次降息幅度超预期, 美联储在就业市场方面的考虑显然更多, 不愿冒“衰退”的风险以换取通胀向2%的目标靠近, 因此超预期降息可能直接带来近月的通胀坚挺。

另一方面, 在9月的经济预测上, 美联储大幅上修失业率预测, 同时下调PCE预期但水平仍不低, 意味着美联储就业和通胀目标的权衡难度正在加大, 政策“走钢丝”, 但最新态度更偏向指引“软着陆”的背景下, 通胀或韧性十足、中枢难降。

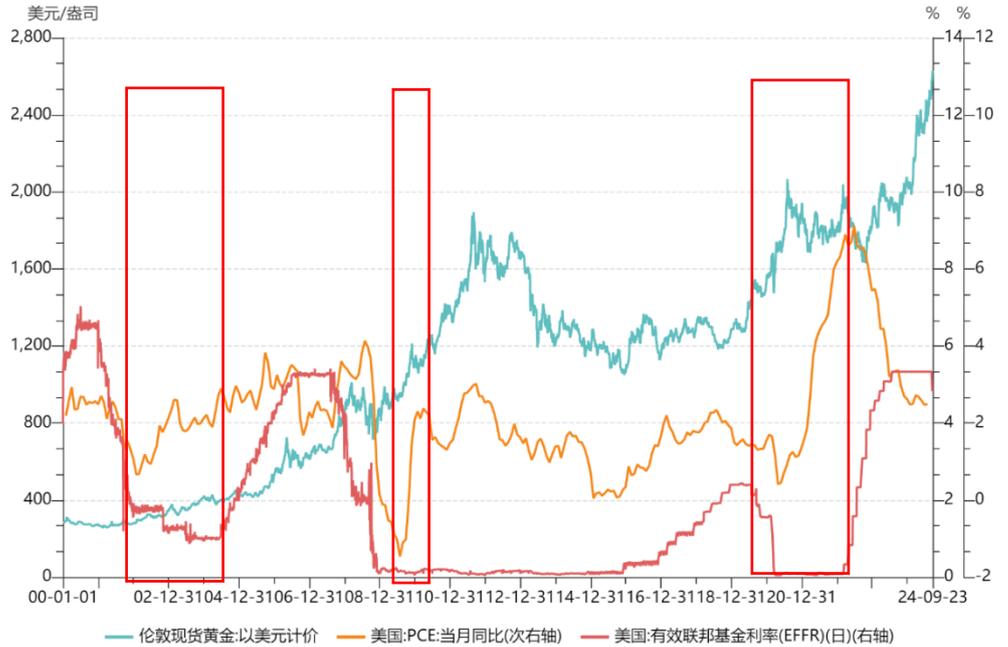
因此美联储的激进降息, 有望同时支撑美国潜在的通胀增速和金价。

表2: 美联储经济预测中值(2024年9月)

	2024	2025	2026	2027	更长周期
实际 GDP 增幅	2.0 ↓	2.0	2.0	2.0	1.8
6月预期	2.1	2.0	2.0		1.8
失业率	4.4 ↑	4.4 ↑	4.3 ↑	4.2	4.2
6月预期	4	4.2	4.1		4.2
PCE 通胀	2.3 ↓	2.1 ↓	2.0	2.0	2.0
6月预期	2.6	2.3	2.0		2.0
核心 PCE 通胀	2.6 ↓	2.2 ↓	2.0	2.0	
6月预期	2.8	2.3	2.0		

资料来源: 财联社, 浙商证券研究所

图31: 美国联邦基金利率、PCE增速与金价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

最后, 从美国总统换届的角度分析。此处引用浙商证券研究所在 2024 年 8 月 19 日发布的宏观专题研究报告《哈里斯的经济议程包含哪些内容? ——2024 美国大选追踪系列四》, 核心观点之一为: **特朗普 or 哈里斯, 其政策理念均将在某种程度上助长通胀风险。** 具体来说:

2023 年以来美国宽财政对需求侧的持续刺激是当前美国通胀粘性的重要来源, 而特朗普和哈里斯政府均难以有效削减财政赤字, 并助长通胀风险。

**哈里斯**, 根据 CRFB 的估计, 其议程将在未来 10 年内增加 1.7 万亿美元赤字, 如果住房政策永久化则将进一步增加 2 万亿美元财政赤字。美国财政赤字可能进一步走阔。其中税收抵免、购房补贴等各项政策均直接面向居民需求侧, 将加大未来美国通胀回落的难度。

**特朗普**, 减税+加征关税+移民收紧+金融监管放松“四杆枪”可能提升通胀。

综上所述, 定性+定量+美联储降息+美国总统换届的多角度分析, 结论为: 在中长期内, 美国的通胀将颇具韧性、存在较大的反弹风险。而根据本文提出的金价分析象限, 彼时无论美国经济状态如何, 商品繁荣 or 滞胀都处于金价的舒适区。

一言以蔽之: **第三轮黄金大牛市, 短期不会结束。金价有望在中长期内保持增长趋势, 进而增强板块公司的盈利能力。**

## 4 公司边际增量：内生+外延，兑现资源潜力

推进海域金矿投产+并购铁拓矿业、科马洪金矿布局西非，公司通过内生+外延的方式不断寻求边际增量，持续兑现资源潜力。

### 4.1 海域金矿：低成本大矿，有望显著增厚业绩

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，矿体厚大、矿体勘探范围内深部仍未封闭，探矿增储潜力显著，未来发展空间巨大。

海域金矿是中国第二大单体金矿、首个海上发现金矿，资源量仅次于山东黄金旗下的西岭金矿。截至 2023 年 12 月 31 日，海域金矿的黄金资源量 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨；黄金储量 212.21 吨，平均品位 4.42 克/吨。

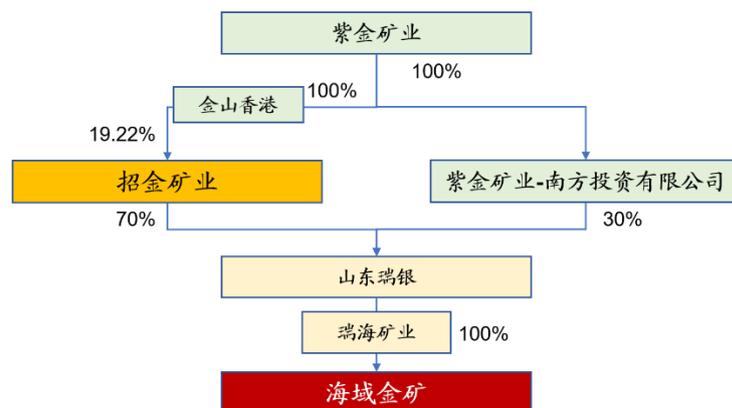
图32：海域金矿建设示意图



资料来源：招金矿业公众号，浙商证券研究所

**股权方面：**招金矿业持有海域金矿 70% 权益，紫金矿业直接+间接合计持有海域金矿约 43.45% 权益。招金+紫金强强联合，保证海域金矿资源潜力的兑现。

图33：海域金矿股东穿透



资料来源：紫金矿业官网，紫金矿业公告，Wind，招金矿业公告，浙商证券研究所

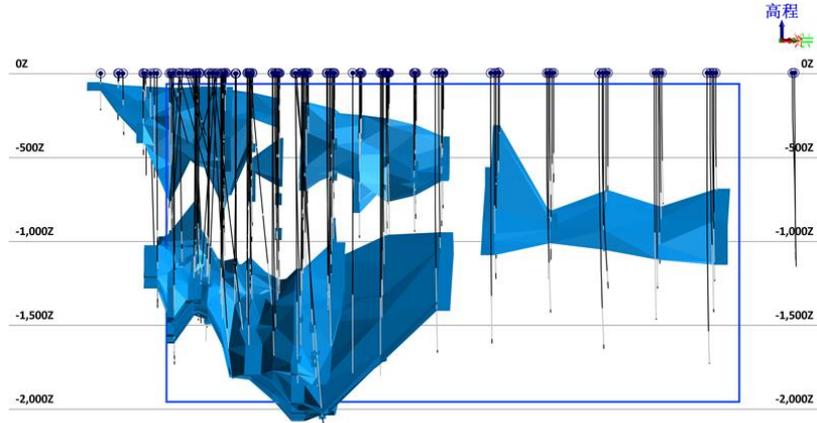
**矿山证照：**目前，海域金矿已取得采矿许可证、项目核准、环评批复、节能批复及安全设施设计审查批复，证照基本齐全。

**项目投资：**海域金矿采选建设工程的总投资约 73 亿元。截至 2024 年 3 月末，项目已

投资 37.96 亿元。

**采选规模及设计：**海域金矿设计地下开采方式，采选规模为 1.2 万吨/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。

图34：海域金矿剖面图



资料来源：紫金矿业官网，公司公告浙商证券研究所

**生产进度安排：**预计 2025 年投产，服务年限 23 年。

**产量规模：**项目整体投产、达产后，预计年产黄金约 15-20 吨，有望晋升为中国最大的黄金矿山之一。

**成本方面：**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，项目达产后年均单位矿石采选总成本为 340 元/吨，预期经济效益显著；且矿山开发早期将开采高品位矿体（约 6 克/吨），预计会获得更好的利润。

**投产保障方面：**紫金矿业支持+瑞海矿业坚定攻关，保障海域金矿按期投产达产。

(1) 今年 8 月，紫金矿业董事长陈景河前往瑞海矿业参观，并强调紫金矿业将全力支持瑞海矿业发展，推动紫金与招金在超深井提升、井下探放水、工程建设等领域的交流，为超深井矿山开采积累经验，全力实现按期投产达产目标。

(2) 今年 9 月，瑞海矿业针对 28 个重点建设项目下达军令状，涵盖井下、地表的所有关键性工程，对项目按期达产起着关键性、决定性的作用。通过签状履约，责任落实，将极大提升工作执行力和工作标准，为完成军令状任务增添强大动力。

**预计对公司的影响：**较低成本+丰富资源的海域金矿投产后，有望显著扩大公司的矿产金产能、优化现有生产成本、提升自产金产量，进而助力公司长期发展、释放增量业绩。

## 4.2 铁拓矿业：阿布贾金矿贡献增量，周边矿床同具潜力

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。

阿布贾金矿由三个相邻的矿区组成，分别是 Abujar South、Abujar Middle 和 Abujar North，矿权面积超过 1114 平方公里，拥有一条 70 公里长的黄金走廊。目前，该项目的勘探面积不到 10%，未来探矿前景巨大。

截至 2023 年 4 月，阿布贾金矿拥有黄金资源量 383 万盎司，平均品位 1.0 克/吨；拥有黄金储量 136 万盎司，平均品位 1.15 克/吨。

图35： 阿布贾金矿矿区示意图

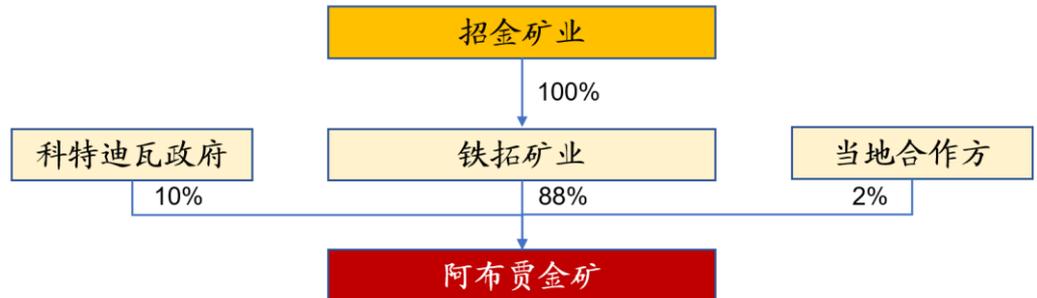


资料来源：铁拓矿业官网，浙商证券研究所

**股权方面：**2024 上半年，招金矿业通过要约收购的方式，以 0.68 澳元/股、合计约 5 亿美元的价格，完成了对铁拓矿业剩余全部股权的收购，大力布局海外矿产——本次收购前，招金矿业持有铁拓矿业约 7% 股权。

铁拓矿业持有阿布贾金矿 88% 股权，科特迪瓦政府持股 10%，当地合作方持股 2%。

图36： 阿布贾金矿股东穿透



资料来源：招金矿业公告，铁拓矿业公告，浙商证券研究所

**生产进度：**阿布贾金矿于 2023 年 1 月开始运营并首次产金，7 月已达到达产状态，2023 年产量约 9.4 万盎司（约 2.92 吨）；往后看，阿布贾金矿预计在 2024-2032 年平均每年产金量可达 17 万盎司（约 5.29 吨）。

**成本方面：**预计年均全维持成本（AISC）在 982 美元/盎司。

**对公司的影响：**经初步测算，此次收购有望大幅提升招金矿业竞争实力，黄金资源量和自产金产量将提升约 9% 和 20%，预计增益显著。招金矿业表示，收购铁拓矿业是一项重大的战略举措，对推进“双 H”国际化战略落地以及打造具有国际竞争力的世界一流黄金矿业公司意义重大。公司将充分利用自身在金矿开采和运营方面的经验和优势，科学开发阿布贾金矿，提升资源储量和盈利能力，并进一步扩大在西非地区的业务布局。

24H1 铁拓矿业为集团贡献了 1821 万元的合并利润；后续伴随铁拓矿业生产经营趋稳、并表时间增长，有望为公司继续增厚盈利。

此外，阿布贾金矿的周边矿床同样具备开发潜力，有望年均产 2.64 吨黄金。根据铁拓矿业官网信息，铁拓矿业正在调查在 APG 矿床开采第 2 座金矿的可行性——该矿床距离阿布贾矿区 7 公里。相关研究发现，该矿床具有堆浸作业的潜力，有望在 10 年内额外产出 85 万盎司（约 26.44 吨）黄金。

### 4.3 科马洪金矿：非洲并购再下一城

科马洪金矿位于非洲塞拉利昂，各种重要证照齐全有效，基础设施完善，采选设施配套，属于近产的大型矿山。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。

**资源方面：**科马洪金矿的矿区面积约 100km<sup>2</sup>，包括 8 个金成矿异常区块，保有黄金资源量约 22.46 吨，平均品位 4.55g/t。此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，预计未来的资源潜力优秀。

**股权方面：**今年 6 月，招金矿业的全资附属公司星河创建以 1.8 亿元的总交易价款，完成对西金矿业 60% 股权的收购，进而间接控股开发奥德兰公司科马洪金矿。目前，招金矿业已经顺利完成了科马洪金矿的现场接管。

**生产进度安排：**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 1500 吨/日，年黄金产量达到 5.7 万盎司（约 1.77 吨）。

**对公司的影响：**该笔收购是公司在 24H1 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，有望为公司带来增量业绩。未来，对于公司助力中非共建“一带一路”、打造产业竞争优势以及实现各方合作共赢同样具有重要意义。

## 5 盈利预测

**内部来看：**公司现有矿山稳健生产，伴随黄金产量增加+严控成本+金价上行，黄金销售的利润空间扩大，经营或持续向好。此外，公司积极追求增量，并购铁拓矿业+未来海域金矿和科马洪金矿的投产，有望打开新增长曲线，实现黄金产量和利润的快速增长。综上，扎根黄金主业，凭借优质的资源禀赋和丰富的矿业经验，公司有望实现高质量发展。

**外部来看：**我们认为当前或正处于第三轮黄金大牛市，若中期内美国难以同时满足“经济好+通胀低”这2个条件，则金价有望保持长牛、持续向上突破，进而带动贵金属公司盈利能力的增长。

内部战略与规划利于产量增长、成本下降，外部利好因素有望抬升金价中枢。因此，我们看好公司盈利上行，并预计：

(1) 参考上金所的历史价格趋势，假设 2024-2026 年国内黄金的平均价格分别为 540 元/克、545 元/克、545 元/克；参考公司规划，假设 2024-2026 年公司矿产金产量分别为 19.7 吨、26.9 吨、33.4 吨。

(2) 预计 2024-2026 年招金矿业营业收入分别为 113 亿元、154 亿元、190 亿元，同比分别增长 34%、36%、23%。

(3) 预计 2024-2026 年招金矿业毛利润分别为 55 亿元、78 亿元、99 亿元，毛利率分别为 49%、51%、52%。

表3：招金矿业各业务板块业绩及预测

收入(亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
黄金销售	72	77	105	146	182
铜销售	2	3	3	3	3
白银销售	1	1	1	1	1
其他	4	3	3	3	3
<b>营业收入合计</b>	<b>79</b>	<b>84</b>	<b>113</b>	<b>154</b>	<b>190</b>
其他收入	1	1	1	1	1
营业成本(亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
黄金销售	43	41	48	66	81
铜销售	2	3	3	3	3
白银销售	0	0	0	0	0
其他	7	7	7	7	7
<b>合计</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>58</b>	<b>76</b>	<b>91</b>
毛利(亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
黄金销售	29	37	57	80	101
铜销售	0	0	0	0	0
白银销售	0	1	1	1	1
其他	-3	-3	-3	-3	-3
<b>合计</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>55</b>	<b>78</b>	<b>99</b>
毛利率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
黄金销售	41%	48%	54%	55%	56%

铜销售	2%	-14%	7%	5%	3%
白银销售	55%	68%	65%	63%	63%
其他	-76%	-109%	-97%	-94%	-92%
<b>合计</b>	<b>34%</b>	<b>40%</b>	<b>49%</b>	<b>51%</b>	<b>52%</b>
<b>营业收入-同比</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
黄金销售	25%	8%	36%	39%	24%
铜销售	-33%	8%	17%	-4%	-2%
白银销售	-82%	85%	35%	-2%	-4%
其他	-11%	-20%	6%	3%	2%
<b>合计</b>	<b>15%</b>	<b>7%</b>	<b>34%</b>	<b>36%</b>	<b>23%</b>
其他收入	3%	-14%	10%	-1%	-1%
<b>营业成本-同比</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
黄金销售	42%	-5%	18%	37%	22%
铜销售	-21%	26%	-5%	-1%	0%
白银销售	-82%	31%	46%	3%	-2%
其他	-3%	-6%	-1%	1%	1%
<b>合计</b>	<b>25%</b>	<b>-3%</b>	<b>15%</b>	<b>31%</b>	<b>19%</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

招金矿业拥有强大的黄金资源禀赋，资源量和产量均处于国内黄金行业的头部地位；同时伴随内生稳产控本打开盈利空间、建设海域金矿预期增厚利润、外延并购拓展海外业务，在金价上行的背景下，公司黄金产量和业绩均具有上行动力，有望持续兑现资源潜力，属于具备成长性的黄金龙头。

基于上述因素，依托高位金价和产量上行，招金矿业有望踏上量价齐升的增长快车道。我们预计2024/2025/2026年公司分别实现归母净利润约12.62/19.74/28.18亿元，增幅分别为84%、56%、43%；分别对应EPS为0.37、0.58、0.83元，分别对应PE为33.28、21.27、14.90倍。

选取我国7家以金矿采选为主业的上市公司作为招金矿业的可比公司，作为估值参考。

公司依托金价上行+产量释放+控制成本，2024-2025年PE相比2023年有望快速回落，且由于资源量和产量在同业中的领先地位（具体可详见本文1.2和1.3部分），PE同期略高于可比公司均值具有一定合理性。

2026年，伴随海域金矿的爬产和非洲金矿的增量贡献，公司PE有望降至同业均值以下，投资价值凸显。

**首次覆盖，给予公司“买入”评级。**

表4: 可比公司估值情况

股票代码	证券简称	总市值(亿元)	每股收益(元/股)				市盈率 PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>1818.HK</b>	<b>招金矿业</b>	<b>416</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>88</b>	<b>33</b>	<b>21</b>	<b>15</b>
同业均值	-	-	0.5	0.8	1.0	1.2	33	24	20	17
600988.SH	赤峰黄金	317	0.5	0.9	1.2	1.3	29	20	16	14
600489.SH	中金黄金	695	0.6	0.8	0.9	1.0	16	18	16	14
002155.SZ	湖南黄金	200	0.4	0.9	1.1	1.4	27	19	15	12
000975.SZ	山金国际	492	0.5	0.8	1.0	1.1	29	22	19	16
600547.SH	山东黄金	1246	0.5	0.9	1.2	1.4	44	32	23	20
002155.SZ	湖南黄金	200	0.4	0.9	1.1	1.4	27	19	15	12
001337.SZ	四川黄金	98	0.5	0.7	0.6	0.7	55	34	37	33

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注1: 可比公司每股收益及市盈率 PE 采用 Wind 一致预期, 招金矿业预测数据来自浙商证券研究所;

注2: 市值参考日期为 2024 年 9 月 27 日;

注3: 招金矿业的各项指标, 单位全部为人民币。

## 6 风险提示

**美联储加息超预期。**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。

**公司黄金产量增长不及预期。**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。

**公司黄金成本上升超预期。**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。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	13,037	17,888	22,508	28,104
现金	2,916	5,818	9,734	13,703
应收账款及票据	228	308	419	516
存货	5,155	6,444	6,338	7,212
其他	4,738	5,319	6,017	6,674
<b>非流动资产</b>	33,831	35,886	37,779	39,263
固定资产	16,495	17,791	19,303	20,276
无形资产	13,141	13,840	14,086	14,482
其他	4,194	4,254	4,390	4,505
<b>资产总计</b>	46,867	53,774	60,287	67,368
<b>流动负债</b>	12,244	12,684	13,567	13,959
短期借款	8,756	8,603	8,118	7,312
应付账款及票据	521	548	724	873
其他	2,967	3,533	4,725	5,774
<b>非流动负债</b>	12,379	15,210	17,788	20,372
长期债务	10,339	13,165	15,733	18,323
其他	2,040	2,045	2,055	2,049
<b>负债合计</b>	24,623	27,894	31,355	34,332
普通股股本	3,270	3,391	3,391	3,391
储备	15,571	18,081	19,759	22,163
<b>归属母公司股东权益</b>	18,862	22,220	24,683	27,847
少数股东权益	3,382	3,659	4,249	5,188
<b>股东权益合计</b>	22,244	25,880	28,932	33,036
负债和股东权益	46,867	53,774	60,287	67,368

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1,833	2,642	5,877	6,089
净利润	686	1,262	1,974	2,818
少数股东权益	152	277	590	939
折旧摊销	996	1,060	1,147	1,224
营运资金变动及其他	(2)	43	2,166	1,108
<b>投资活动现金流</b>	(1,960)	(3,575)	(3,475)	(3,091)
资本支出	(1,793)	(3,055)	(2,905)	(2,594)
其他投资	(166)	(520)	(570)	(497)
<b>筹资活动现金流</b>	(552)	3,824	1,501	959
借款增加	(1,027)	2,673	2,083	1,785
普通股增加	0	1,570	0	0
已付股利	(333)	(1,147)	(1,367)	(1,585)
其他	809	728	786	760
<b>现金净增加额</b>	(667)	2,902	3,916	3,969

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	8,424	11,322	15,414	18,971
其他收入	87	96	95	95
<b>营业成本</b>	5,053	5,796	7,593	9,062
销售费用	31	40	54	66
管理费用	1,302	1,766	2,389	2,903
研发费用	0	113	154	95
财务费用	344	847	882	868
<b>除税前溢利</b>	1,127	2,108	3,561	5,218
所得税	288	569	997	1,461
<b>净利润</b>	838	1,539	2,564	3,757
少数股东损益	152	277	590	939
<b>归属母公司净利润</b>	686	1,262	1,974	2,818
EBIT	1,471	2,955	4,444	6,086
EBITDA	2,467	4,016	5,591	7,310
EPS (元)	0.14	0.37	0.58	0.83

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.82%	34.40%	36.15%	23.07%
归属母公司净利润	70.77%	83.82%	56.47%	42.71%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40.01%	48.81%	50.74%	52.23%
销售净利率	8.15%	11.15%	12.81%	14.85%
ROE	3.64%	5.68%	8.00%	10.12%
ROIC	2.65%	4.53%	6.06%	7.47%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.54%	51.87%	52.01%	50.96%
净负债比率	72.73%	61.63%	48.79%	36.12%
流动比率	1.06	1.41	1.66	2.01
速动比率	0.60	0.85	1.13	1.42
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.18	0.22	0.27	0.30
应收账款周转率	37.92	42.22	42.35	40.56
应付账款周转率	10.62	10.85	11.94	11.35
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.14	0.37	0.58	0.83
每股经营现金流	0.56	0.78	1.73	1.79
每股净资产	5.77	6.53	7.25	8.18
<b>估值比率</b>				
P/E	88.15	33.28	21.27	14.90
P/B	2.14	1.89	1.70	1.51
EV/EBITDA	22.92	14.43	10.04	7.38

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>