仅供内部参考，请勿外传！

证券研究报告

行业深度研究

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

中国金矿采选行业在时代变局中迎成长逻辑重构

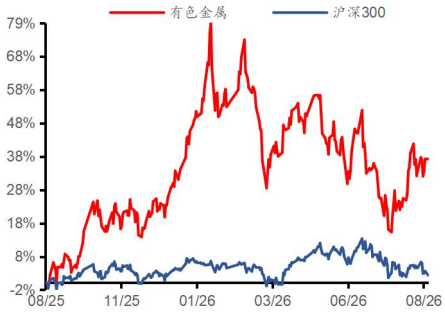
——中国金矿采选行业深度报告

增持（维持）

行业：有色金属
日期：2026年08月25日

分析师：袁威津
Tel：021-53686157
E-mail：yuanweijin@shzq.com
SAC 编号：S0870520020001

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：
《黄金长期逻辑未变 短期筑底机会渐近》
——2026 年 07 月 20 日

■ 主要观点

投资和央行购金推动黄金供需紧平衡。俄乌冲突爆发后，美欧冻结了俄罗斯约3000亿美元的外汇储备，这一事件暴露了美元资产的政治风险。作为风险缓冲，黄金资产配置上升为保障本国金融安全的长期国家战略。从“去美元”角度看，假设美国以外的美债持有者减少1%的持有量置换黄金储备，对应需求量为716吨黄金。2025年全球金矿产金3300吨，相较于2015年产量仅增长6.45%。根据弗若斯特沙利文预测，2030年，黄金回收须达到约5460万盎司（约1698.3吨）才能填补需求缺口。

价格短期波动不改长期上涨趋势。今年以来，能源大宗品价格波动及美联储加息预期等因素压制了黄金价格。但复盘2022年至2023年的美联储加息周期，金价在同期依旧处于上行通道，尤其在2022年12月加息力度从75bp调整为50bp之后。我们认为，黄金价格自今年2月份以来已经逐步反映美联储加息预期，后续影响有望逐步弱化。从金矿板块净买入额数据看，今年7月以来资金流向改善，反映了市场对金价筑底预期。

中国金矿行业正处在加速发展期。中国增加“保障国家矿产资源安全”为矿产资源法立法目的，同时要求黄金产业高质量发展。从可持续发展来看，中国金矿采选企业积极通过勘探、深采和国际并购等操作实现资源接续。同时，板块在建工程和未来产量指引等数据显示中国金矿行业正在加速发展。

中国金矿企业估值处在历史中低位水平。通过对8家企业5年历史PE中值做市值加权平均值，对应板块PE估值中位数24.2X。假设板块2026年归母净利润同比增长20%，以2026年8月24日收盘价测算，板块PE为17.4X。我们认为，目前板块具备配置价值。

■ 投资建议

黄金价格直接影响金矿企业盈利弹性，产业相关公司包括：紫金矿业、紫金黄金国际、中金黄金、湖南黄金、山东黄金、山金国际、招金矿业、招金黄金、西部黄金、赤峰黄金、四川黄金。

■ 风险提示

美联储持续加息，美元指数走势强劲；地缘局势持续紧张导致能源大宗品价格大幅反弹；部分国家央行的黄金抛售影响市场供给。

仅供内部参考，请勿外传！

目 录

1 投资和央行购金推动黄金供需紧平衡 4
1.1 地缘政治因素持续推动黄金需求 4
1.2 中国央行积极储备黄金，并启动香港黄金期货交易 6
1.3 全球黄金供需维持紧平衡 7
2 价格短期波动不改长期上涨趋势 9
2.1 加息与原油价格波动对金价短期扰动渐缓解 9
2.2 金矿开采的全维持成本呈现上升趋势 10
2.3 金矿采选板块资金流向反应市场对金价筑底预期 10
3 中国金矿行业正处在加速发展期 11
3.1 中国强调矿产安全，并要求黄金产业高质量发展 11
3.2 黄金价格提升带动板块企业盈利能力 12
3.3 强化勘探与国际并购酝酿新一轮产能爆发 13
4 中国金矿企业估值处在历史中低位水平 15
5 投资建议 15
6 风险提示 15

图

图 1 黄金需求概况 4
图 2 全球央行季度净购金（吨） 4
图 3 全球已分配外汇(美元)份额（%） 5
图 4 新兴市场黄金储备占比仍远低于发达经济体 5
图 5 外国投资者持有美国国债金额（十亿美元） 6
图 6 各国美债持有量（2026 年 5 月，十亿美金） 6
图 7 中国央行月度净购金（吨） 6
图 8 香港黄金期货交易及交收安排 7
图 9 各国金矿开采量（吨） 7
图 10 历年金回收量（吨） 7
图 11 地缘冲突事件、美联储利率变化时点与金价（元/g） 9
图 12 土耳其央行当月黄金储备量（吨） 9
图 13 ICE 布油价格（美元/桶） 9
图 14 黄金生产全部现金成本（TCC）和全维持成本（AISC）统计范畴 10
图 15 生产总维持成本（AISC，美元/盎司） 10
图 16 2026 年初至 2026 年 7 月 27 日每 5 日资金净买入额（亿元） 11
图 17 中国金矿勘探支出（亿元） 13

表

表 1：头部金矿企业黄金产量 8
表 2：黄金矿产产量及黄金总需求量预测 8
表 3：金矿行业相关政策法规 11
表 4：A 股与港股金矿企业年度业绩与大股东情况 12

仅供内部参考，请勿外传！

表 5：A 股与港股金矿企业盈利能力分析 12
表 6：资源接续战略梳理 13
表 7：各企业在建工程（亿元） 14
表 8：中国金矿企业的产量与产能规划 14
表 9：中国金矿采选板块估值分析 15

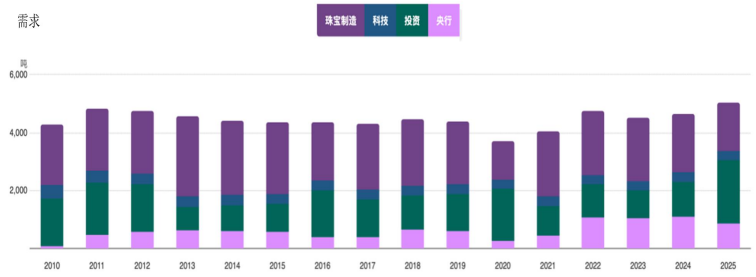
仅供内部参考，请勿外传！

1 投资和央行购金推动黄金供需紧平衡

1.1 地缘政治因素持续推动黄金需求

黄金需求中，投资和央行购金合计需求持续提升。黄金是具有商品、金融、货币和避险等多种属性的重要战略性矿产，用途涉及投资、工业应用、首饰制作和文化象征等多个领域。黄金需求中，投资和央行购金需求持续提升。2023-2025 年黄金需求端看，同期总需求（珠宝制造+科技+投资+央行）分别为 4525.9 吨、4643.3 吨、5028.1 吨。需求端中，投资和央行合计购金的需求占比逐年提升，分别为 44.5%、49.4%、60.8%。

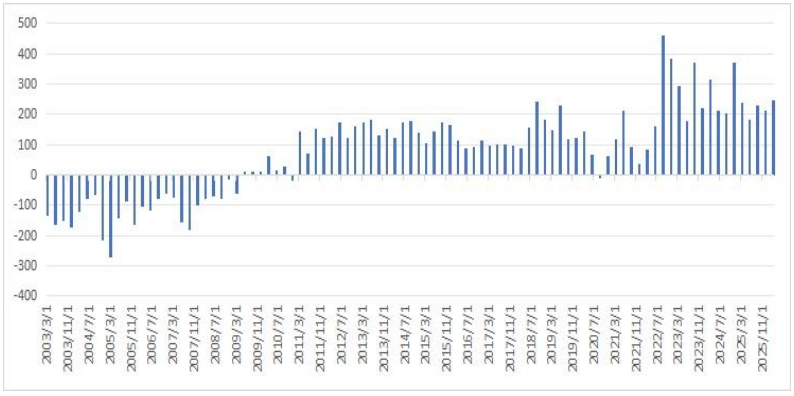
图 1 黄金需求概况



资料来源：世界黄金协会，上海证券研究所

地缘政治因素持续推动黄金需求。2008 年金融危机、2010 年希腊主权债务危机以及 2022 年俄乌冲突成为了全球央行购金的重要转折点。尤其俄乌冲突爆发后，美欧冻结了俄罗斯约 3000 亿美元的外汇储备，这一事件暴露了美元资产的政治风险。作为风险缓冲，黄金资产配置上升为保障本国金融安全的长期国家战略。增持黄金、调整金融资产仓储布局，已经和“去美元化”、储备资产多元化深度绑定，成为各国长期金融顶层战略。

图 2 全球央行季度净购金（吨）



资料来源：wind，上海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美元在全球外汇储备中占比下降。全球经济的不确定性，包括预期的利率政策变化及财政动态，特别是围绕美国预算程序的不确定性，进一步增强黄金作为避险资产的吸引力。在去美元化的背景下，新兴市场央行可能会进一步增加黄金储备，且投资者在全球动荡中对黄金作为避险资产的作用持看涨态度。

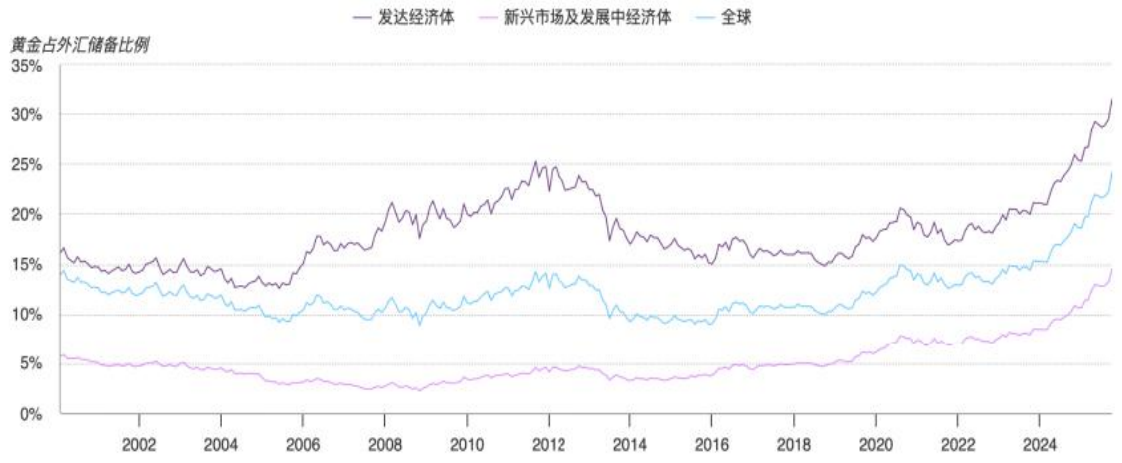
图 3 全球已分配外汇(美元)份额（%）



资料来源：wind，上海证券研究所

全球黄金占外汇储备比例持续提升。根据国际货币基金组织截至 2025 年 9 月 30 日的汇总数据，全球黄金占外汇储备比例为 24.17%，其中发达经济体和新兴市场及发展中经济体的占比分别为 31.60%和 14.56%。数据显示新兴市场及发展中经济体的黄金持有量仍有较大提升空间。

图 4 新兴市场黄金储备占比仍远低于发达经济体



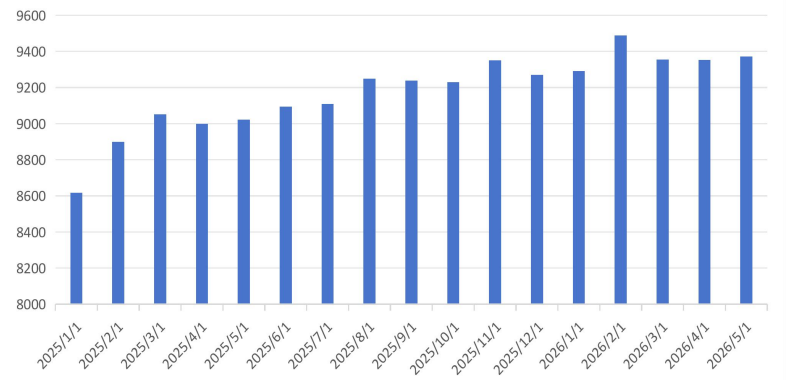
资料来源：世界黄金协会，上海证券研究所

外国投资者持有美债的 1%对应约 716 吨黄金。根据美国财政部披露，截至 2026 年 5 月 31 日，外国投资者持有的美国国债金额达到 93710.73 亿美金。若以每克 888 元作金价参数（上海期货交易所 2026 年 7 月 31 日收盘价），外国投资者每降低 1%美国

仅供内部参考，请勿外传！

国债持有量换做黄金储备，对应黄金需求量为 716 吨（汇率取 1 美元兑 6.7894 人民币，中国外汇交易中心 2026 年 7 月 31 日价）。

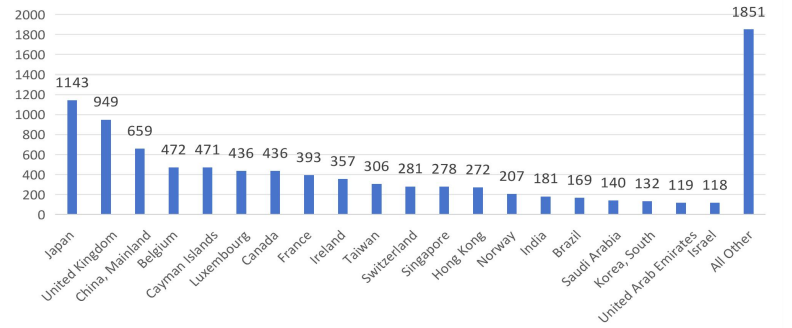
图 5 外国投资者持有美国国债金额（十亿美元）



资料来源：wind，美国财政部，上海证券研究所

从各国/地区美债持有量来看，截至 2026 年 5 月，除美国外前五名分别为日本、英国、中国大陆、比利时、开曼群岛和卢森堡。其中中国大陆持有美债约 6590 亿美金。我们认为，在全球央行增配黄金的趋势中，美债置换对黄金需求的影响显著。

图 6 各国美债持有量（2026 年 5 月，十亿美金）

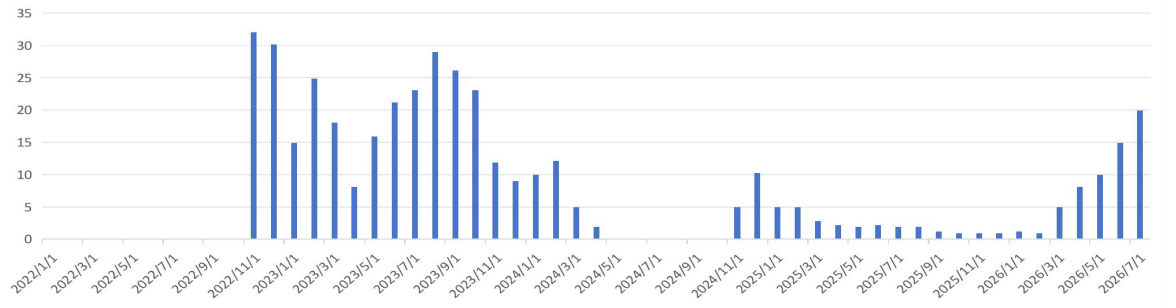


资料来源：美国财政部，上海证券研究所

1.2 中国央行积极储备黄金，并启动香港黄金期货交易

中国央行对黄金储备态度积极。根据 wind 数据，截至 2026 年 7 月 3 日，中国央行已经持续 21 个月净购金。其中，2026 年一季度和二季度分别净购入黄金 7.15 吨和 32.97 吨。根据世界黄金协会披露，2026 年 4 月，中国央行持有黄金 2321.5 吨，总储备量占全球第六位。

图 7 中国央行月度净购金（吨）

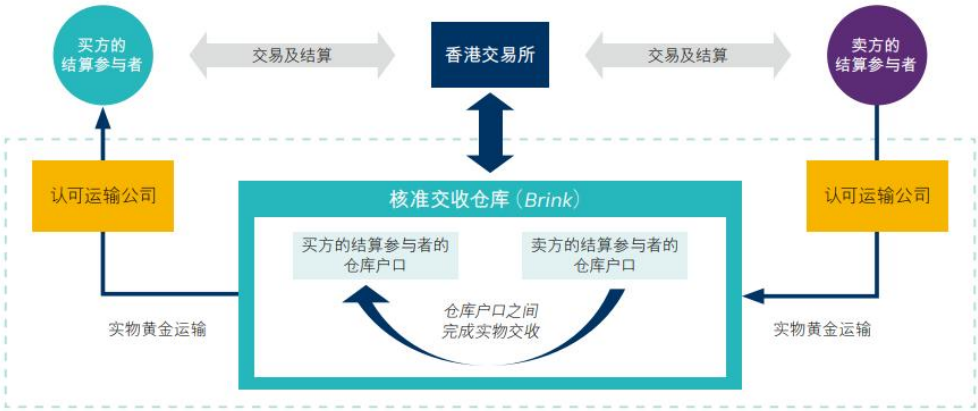


资料来源：wind，上海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

另外，2026 年 7 月 7 日，香港特区政府财经事务及库务局宣布香港黄金中央清算及结算系统正式开展试营运。与此同时，港交所正在探索开发全新的人民币黄金期货合约，上海黄金交易所将为该合约提供实物交割支援。我们认为，港交所黄金期货交易在提升中国黄金定价权的同时，也可以丰富了离岸人民币应用场景，对人民币国际化具有重要意义。

图 8 香港黄金期货交易及交收安排

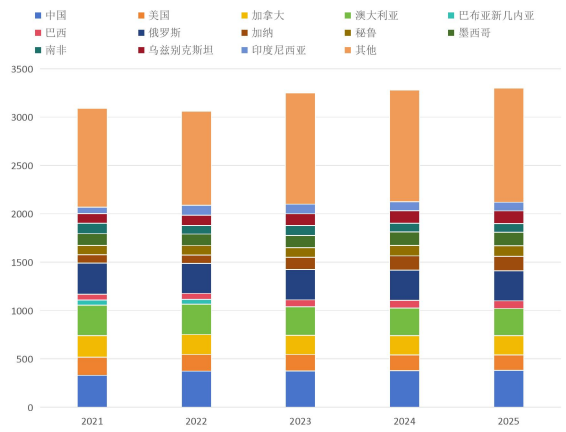


资料来源：香港交易所，上海证券研究所

1.3 全球黄金供需维持紧平衡

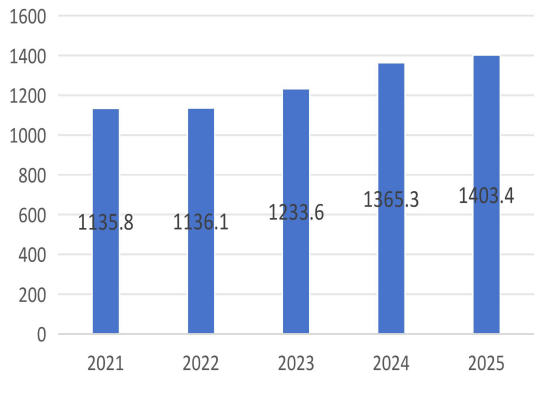
全球金矿产金量增长稳健。根据美国地质调查局披露数据，2015 年全球金矿产金首次突破 3000 吨，达到 3100 吨。2025 年全球金矿产金 3300 吨。以上数据显示，2015-2025 期间，全球金矿产金仅增长 6.45%。全球主要的产金国包括中国、澳大利亚、俄罗斯、美国、加拿大等。另据世界黄金协会披露，2023-2025 年黄金回收量分别为 1233.6 吨-1403.4 吨。

图 9 各国金矿开采量（吨）



资料来源：wind，美国地质调查局，上海证券研究所

图 10 历年金回收量（吨）



资料来源：世界黄金协会，上海证券研究所

2026 年头部金矿企业供给呈现收缩态势。全球主要的金矿企业包括纽蒙特、阿格尼科·伊格尔、巴里克矿业，以上企业 2025 年的黄金产量分别为 589 万盎司、345 万盎司、326 万盎司。根据

仅供内部参考，请勿外传！

纽蒙特调研纪要披露，2026 年公司黄金产量指引为 530 万盎司，相较于 2025 年同比下降 10.01%。公司产量波动系对部分开采项目的按计划顺序调整。阿格尼科·伊格尔在 2026 年 7 月披露全年黄金产量预期接近 330-350 万盎司的下限值。巴里克矿业指引 2026 年黄金产量 290-325 万盎司。以上数据显示全球前三金矿企业在 2026 年的供给预期均呈现收缩态势。

表 1：头部金矿企业黄金产量

	企业	总部所在地	2025 年产量（百万盎司）	2024 年产量（百万盎司）
1	纽蒙特（Newmont）	美国	5.89	6.85
2	阿格尼科·伊格尔(Agnico Eagle Mines)	加拿大	3.45	3.49
3	巴里克矿业(Barrick Mining)	加拿大	3.26	3.91
4	紫金矿业	中国	3.17	2.34
5	纳沃伊矿业冶金公司(Navoi Ming&Metallurgical Company)	乌兹别克斯坦	3.16	3.09
6	英美黄金阿散蒂（AngloGold Ashanti）	美国	3.09	2.66
7	极地黄金（Polyus）	俄罗斯	2.55	3.00
8	金田公司(Gold Fields)	南非	2.44	2.07
9	金罗斯黄金(Kinross Gold)	加拿大	2.01	2.13
10	北方之星资源(Northern Star Resources)	澳大利亚	1.63	1.62

资料来源：MING.COM，上海证券研究所

根据弗若斯特沙利文预测，2030 年，黄金总需求 1.787 亿盎司，金矿产量 1.241 亿盎司。数据显示，黄金回收须达到约 5460 万盎司（约 1698.3 吨）才能填补需求缺口。

表 2：黄金矿产产量及黄金总需求量预测

年份	黄金矿产产量及预测（百万盎司）	黄金需求预测（百万盎司）
2026	120.9	153.9
2027	121.9	157.8
2028	122.7	165
2029	123.5	171.6
2030	124.1	178.7

资料来源：弗若斯特沙利文，紫金黄金国际港股招股书，世界黄金协会，上海证券研究所

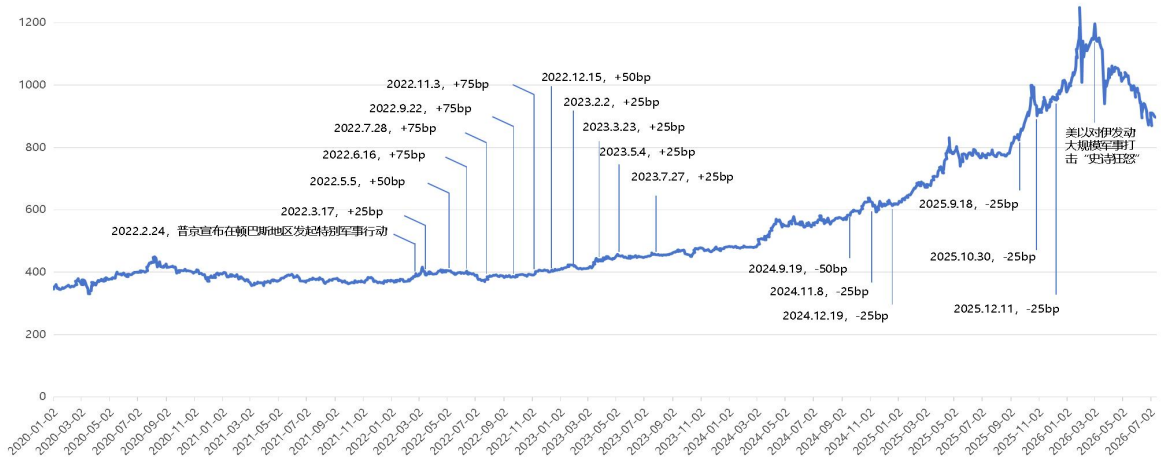
仅供内部参考，请勿外传！

2 价格短期波动不改长期上涨趋势

2.1 加息与原油价格波动对金价短期扰动渐缓解

美联储加息会影响金价短期波动，但不一定改变趋势。今年以来，能源大宗品价格波动及美联储加息预期等因素压制了黄金价格。但复盘 2022 年至 2023 年的美联储加息周期，金价在同期依旧处于上行通道，尤其在 2022 年 12 月加息力度从 75bp 调整为 50bp 之后。我们认为，黄金价格自今年 2 月份以来已经逐步反映美联储加息预期，后续影响有望逐步弱化。

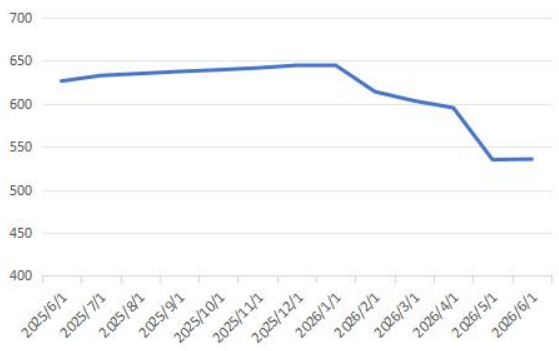
图 11 地缘冲突事件、美联储利率变化时点与金价（元/g）



资料来源：wind，上海证券研究所

原油价格震荡下行缓解土耳其黄金抛售压力。中东地区冲突引发高油价使国家央行不得不抛售黄金储备，以筹资应对本国货币贬值压力与采购高价格能源。根据现有公开数据，一季度最大的官方黄金卖家是土耳其央行。土耳其央行公布的周度数据显示，自 3 月 13 日当周起，土耳其央行连续三周减持黄金储备，总计减持 126.4 吨黄金。其中，超过一半通过“黄金换外汇”的掉期交易完成。我们认为，随着原油等大宗能源价格的回落，土耳其的黄金抛售压力逐步消减。

图 12 土耳其央行当月黄金储备量（吨）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 13 ICE 布油价格（美元/桶）



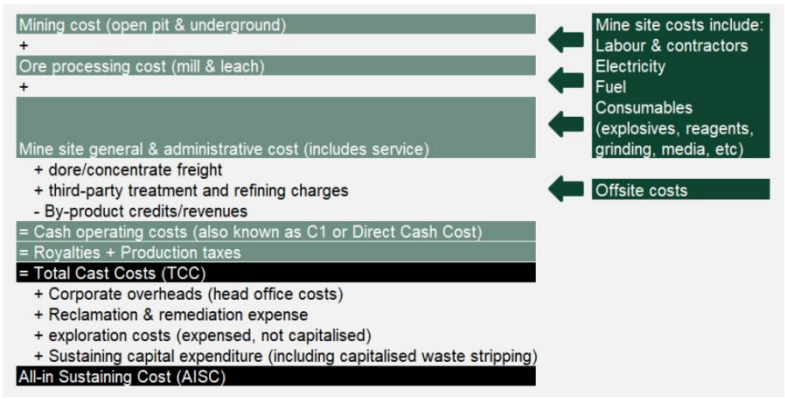
资料来源：Wind，上海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 金矿开采的全维持成本呈现上升趋势

黄金生产全部现金成本（TCC）和全维持成本（AISC）是判断未来金价走势的另一维度。世界黄金协会披露了 TCC 和 AISC 的统计范畴，其中 TCC 包含采矿（Mining cost）、矿石加工处理（Ore processing cost）、矿山现场通用及行政成本（Mine site general & administrative cost ）、特许权使用费和生产税（Royalties+Production taxes）。AISC 相较于 TCC 增加了公司总部管理费用（Corporate overheads）、复垦与修复费用（Reclamation&remediation expense）、勘探费用（exploration costs）、维持性资本开支（Sustaining capital expenditure）。

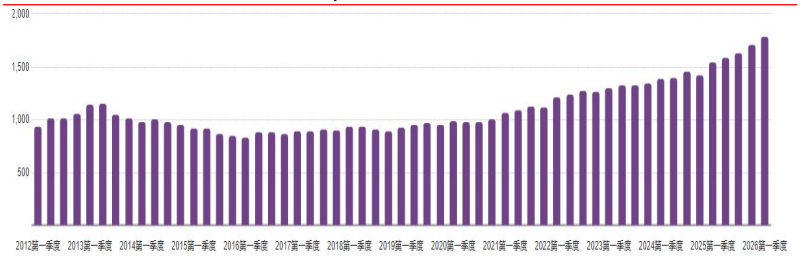
图 14 黄金生产全部现金成本（TCC）和全维持成本（AISC）统计范畴



资料来源：世界黄金协会，上海证券研究所

数据显示，金矿开采的 ASIC 呈现上升趋势。我们认为，ASIC 的提升一方面与金矿开发力度的加大，浅层资源逐步减少，开采和勘探成本提升有关，同时也与金价提升增加金矿特许权使用费等因素有关。

图 15 生产总维持成本（AISC，美元/盎司）



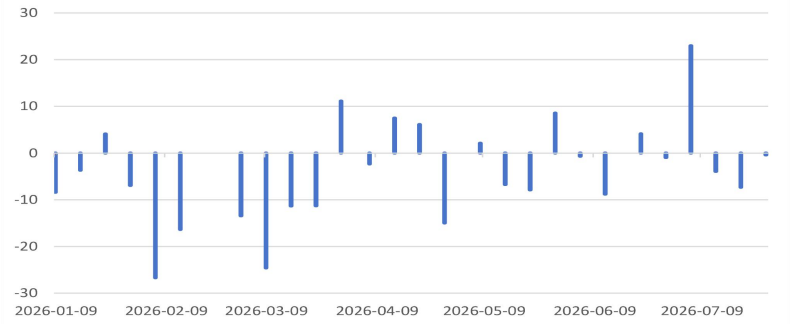
资料来源：世界黄金协会，上海证券研究所

2.3 金矿采选板块资金流向反应市场对金价筑底预期

黄金矿企上市企业在 7 月资金流向改善。我们以山东黄金、中金黄金、紫金矿业、湖南黄金、西部黄金、招金黄金、赤峰黄金、四川黄金、山金国际 9 家上市企业的每日净买入额作为基础数据，统计 2026 年首个交易日至 2026 年 7 月 27 日每 5 个交易日累计净买入额数据，结果显示 6 月 30 日至 7 月 6 日期间累计资金净买入额为 22.98 亿元。我们认为，今年 7 月以来金矿板块资金流向的改善，反映了市场对金价筑底预期。

仅供内部参考，请勿外传！

图 16 2026 年初至 2026 年 7 月 27 日每 5 日资金净买入额（亿元）



资料来源：wind，上海证券研究所

3 中国金矿行业正处在加速发展期

3.1 中国强调矿产安全，并要求黄金产业高质量发展

中国增加“保障国家矿产资源安全”为矿产资源法立法目的，同时要求黄金产业高质量发展。新修订的《中华人民共和国矿产资源法》于 2025 年 7 月施行，内容增写“保障国家矿产资源安全”作为矿产资源法的立法目的之一，并要求建立战略性矿产资源特殊保护制度。新矿产资源法强调“开发与保护并重”，新增“矿区生态修复”一章，对矿区生态修复作出明确规定。《黄金产业高质量发展实施方案（2025-2027 年）》于 2025 年 6 月 23 日印发，其内容不仅对产业链上游要求“开展深井超深井勘探开采、绿色高效冶炼”，同时也对黄金应用端要求“围绕新一代电子信息等特定场景应用，攻关一批高端新材料”。

表 3：金矿行业相关政策法规

政策法规	印发/施行日期	内容要点
《中华人民共和国矿产资源法》	2025/7/1 施行	1.增写“保障国家矿产资源安全”作为矿产资源法的立法目的之一。 2.建立战略性矿产资源特殊保护制度，将关系国家经济安全、国防安全和战略性新兴产业发展需求的重要矿产资源纳入战略性矿产资源目录。 3.新矿产资源法强调“开发与保护并重”，新增“矿区生态修复”一章，对矿区生态修复作出明确规定。
《矿产资源法实施条例》	2026/6/15 施行	1.矿产资源法对国家构建产品储备、产能储备和产地储备相结合的战略性矿产资源储备体系以及矿产资源应急作了规定，《条例》对此进一步从多个方面作了细化完善。 2.矿产资源法设置了“矿区生态修复”专章，确立了矿区生态修复的制度框架。
《黄金产业高质量发展实施方案（2025-2027 年）》	2025/6/23 印发	1.强化关键技术和装备攻关。开展深井超深井勘探开采、绿色高效冶炼等关键共性技术，以及超深开采、大型凿岩、高精度地压监测等关键装备攻关，推进中小型企业设备定制化开发。 2.提升产品高端化供给水平。围绕新一代电子信息等特定场景应用，攻关一批高端新材料“货架产品”；完善创新平台建设，联合下游用户开展应用评价，推动产品质量提升和推广应用。 3.强化标准引领作用。重点研制深井开采、绿色低碳、数字化赋能、新材料等标准，加强标准贯标和实施效果评估，推动标准双向转化和互认，研究制定黄金产业负责任发展指引，推动国家黄金领域计量测试中心建设。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网，中华人民共和国工业和信息化部官网，佛山市高明区政府网，自然资源部北海局，上海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

国资主导中国金矿采选企业。我们以紫金矿业、山东黄金、中金黄金、湖南黄金、西部黄金、招金黄金、赤峰黄金、四川黄金、山金国际、招金矿业、紫金黄金国际 11 家上市企业作为国内金矿采选板块的代表性企业作分析。从业绩规模看，国内核心金矿企业包括紫金矿业、山东黄金集团、中国黄金集团、招金集团、湖南黄金集团等。从大股东情况看，国资主导中国金矿采选行业。

表 4：A 股与港股金矿企业年度业绩与大股东情况

证券简称	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		大股东概况（截至 2026 年一季度）
	2024	2025	2024	2025	
紫金矿业	3,036.4	3,490.8	320.5	517.8	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司（22.88%）
中金黄金	655.6	790.7	33.9	49.3	中国黄金集团有限公司(45.84%)
山金国际	135.9	171.0	21.7	29.7	山东黄金矿业股份有限公司（28.89%）
招金黄金	3.3	5.3	-1.3	1.6	山东招金瑞宁矿业有限公司（20%）
山东黄金	825.2	1,042.9	29.5	47.4	山东黄金集团有限公司(34.10%)
西部黄金	70.0	135.7	2.9	4.7	新疆有色金属工业(集团)有限责任公司（54.57%）*
赤峰黄金	90.3	126.4	17.6	30.8	香港中央結算(代理人)有限公司（12.44%）
湖南黄金	278.4	501.8	8.5	14.9	湖南黄金集团有限责任公司(35.06%)
四川黄金	6.4	10.3	2.5	4.7	四川黄金集团有限公司(31.32%)**
招金矿业	115.5	180.6	14.5	36.1	山东招金集团有限公司（内资+港资合计 33.28）***
紫金黄金国际	29.9^	53.8^	4.8^	16.0^	金山(香港)国际矿业有限公司（64.6%）***

资料来源：wind，上海证券研究所

*注：*数据截至 2026.6.17，**数据截至 2026.6.18，***数据截至 2025.12.31，^单位为亿美元*

3.2 黄金价格提升带动板块企业盈利能力

随着近几年黄金价格的上涨，金矿企业的盈利能力获得提升。从 2025 年年报情况看，毛利率排名靠前的企业包括四川黄金、赤峰黄金、紫金黄金国际。

表 5：A 股与港股金矿企业盈利能力分析

证券简称	毛利率（%）				净利率（%）			
	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1
紫金矿业	15.8	20.4	27.7	36.3	9.0	13.0	18.3	20.8
中金黄金	13.3	15.2	16.7	20.5	5.9	6.4	7.8	8.8
山金国际	32.0	29.9	31.8	40.7	19.3	17.9	19.1	21.6
招金黄金	-3.1	25.8	40.2	56.1	-2.5	-41.1	39.5	66.3
山东黄金	16.6	16.5	20.5	18.3	4.9	5.4	6.4	6.9
西部黄金	5.0	11.4	9.9	9.7	-6.1	4.1	3.4	4.9
赤峰黄金	32.6	43.8	52.5	59.3	12.1	22.0	27.3	29.3
湖南黄金	7.1	7.9	6.1	5.2	2.1	3.1	3.0	3.2
四川黄金	51.2	56.6	62.8	69.5	33.5	38.8	45.4	48.9
招金矿业	40.0	39.1	41.9	47.7	10.0	16.0	24.6	34.9
紫金黄金国际	26.2	37.9	52.7		14.2	20.8	34.8	

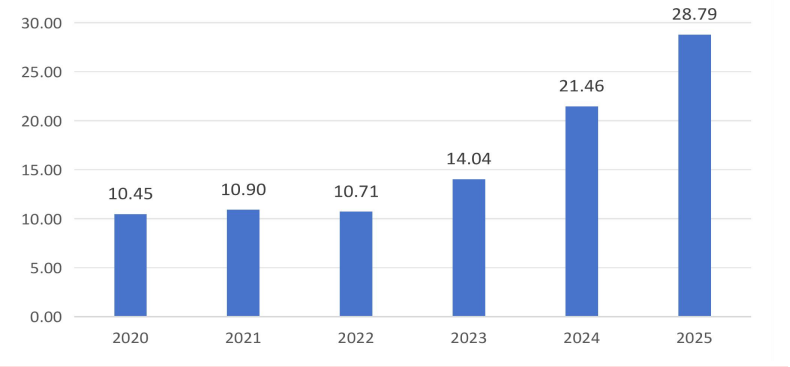
资料来源：wind，上海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

3.3 强化勘探与国际并购酝酿新一轮产能爆发

作为金矿采选行业，资源接续是企业可持续发展的重点之一。根据中国自然资源部披露数据，中国金矿勘探支出在 2023 年以来呈现显著提升。2023-2025 年金矿勘探支出分别为 14.04 亿元、21.46 亿元、28.79 亿元。

图 17 中国金矿勘探支出（亿元）



资料来源：中华人民共和国自然资源部，上海证券研究所

国内深部采掘工程技术不断获得突破。山东黄金依托三超深竖井透明凿井智能协同施工关键理论与技术，公司成功建成三山岛金矿 2,000 米深副井，为亚洲第一深大直径竖井。瑞海矿业海域金矿海岳一号、二号两台 TBM 的研发、引进和同步发车，是全球黄金矿山千米深井首创应用。

全球化并购战略同样为可持续发展战略的重要内容。紫金黄金国际于 2026 年 1 月 26 日宣布约 40 亿美金收购 Allied Gold Corporation 全部已发行普通股。截至 2024 年 12 月 31 日，标的资产合计拥有黄金资源量 533 吨。山金国际位于纳米比亚的 Osino 矿山黄金储量 67.2 吨。招金黄金瓦图科拉金矿为公司的核心资产，是斐济最大的在产金矿。

表 6：资源接续战略梳理

战略思路	代表企业	企业实践
深部采矿	山东黄金	依托三超深竖井透明凿井智能协同施工关键理论与技术，公司成功建成三山岛金矿 2,000 米深副井，为亚洲第一深大直径竖井。该项目构建了 2,000 米深井筒三维可视化工程灾害分析预测模型，形成了透明打干井、释压防控、恒温保冷、高效提升、井壁“免承压”的 2,000 米深井筒安全建造工艺体系。
	瑞海矿业	瑞海矿业海域金矿海岳一号、二号两台 TBM 的研发、引进和同步发车，是全球黄金矿山千米深井首创应用。该装备和工艺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
全球化并购	紫金黄金国际	公司主要矿山分布于南美洲、非洲、中亚、大洋洲，2025 年产量 46.9 吨。公司于 2026 年 1 月 26 日宣布约 40 亿美金收购 Allied Gold Corporation 全部已发行普通股。截至 2024 年 12 月 31 日，标的资产合计拥有黄金资源量 533 吨。
	山金国际	纳米比亚 Osino 矿山黄金储量 67.2 吨。
	招金黄金	瓦图科拉金矿为公司的核心资产，是斐济最大的在产金矿。

资料来源：招金矿业官网，各公司公告，上海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

中国金矿采选企业在建工程体量在近三年快速抬升。我们以紫金矿业、中金黄金、山金国际、招金黄金、山东黄金、西部黄金、赤峰黄金、湖南黄金、四川黄金、招金矿业为样本企业，以在建工程之和作分析，数据显示 2023-2025 年，合计在建工程分别为 521.6 亿元、594.6 亿元、596.7 亿元。

表 7：各企业在建工程（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
紫金矿业	152.4	185.5	218.7	359.3	400.5	420.5
中金黄金	18.1	13.7	8.0	21.9	32.8	36.8
山金国际	2.0	4.2	2.5	3.9	2.6	10.2
招金黄金	0.8	0.9	0.2	0.2	0.6	0.1
山东黄金	46.1	46.4	61.2	84.2	106.0	66.4
西部黄金	2.1	2.1	2.5	2.0	2.3	9.7
赤峰黄金	2.5	4.4	6.8	5.9	6.8	7.8
湖南黄金	2.6	0.5	0.4	0.6	0.8	0.5
四川黄金	2.1	3.0	4.1	5.4	1.1	0.4
招金矿业	26.0	29.1	34.1	38.2	41.0	44.3
合计	254.7	289.7	338.4	521.6	594.6	596.7
合计（除紫金矿业）	102.3	104.2	119.8	162.4	194.0	176.2

资料来源：wind，上海证券研究所

中国金矿采选企业未来产量指引积极。紫金矿业 2025 年矿产金产量 90 吨，公司指引 2028 年产量 130-140 吨。紫金黄金国际 2025 年矿产金产量 46.9 吨，公司指引 2028 年产量 70-75 吨。

表 8：中国金矿企业的产量与产能规划

企业	2025 年黄金产量情况		远期规划看点
	产品形态	产量（吨）	
紫金矿业	矿产金	90.0	预期 2028 年产量 130-140 吨。
紫金黄金国际	矿产金	46.9	公司产量指引：2026 年矿产金总量 59.2 吨，2028 年矿产金总量 70-75 吨。
山东黄金	矿产金	41.6	2026 年，公司的生产经营计划，黄金产量不低于 49 吨。
山金国际	矿产金	7.6	OSINO-双子山项目预算数 35.52 亿，2025 年年报显示工程进度 14.97%。
中金黄金	矿产金	18.4	纱岭金矿建设项目预算 44.93 亿元，2025 年年报显示工程进度 55.66%。
湖南黄金	黄金自产	3.4	收购黄金天岳。
招金矿业	矿产金	19.8	公司十五五战略规划中提及 2028 年和 2030 年黄金产量的战略目标分别为 40 吨和 50 吨。
招金黄金	矿产金和尾矿产金	瓦图科拉金矿全年黄金产量 24,619.64 盎司	
西部黄金	金精矿焙砂	1.4	公司完成对新疆美盛的收购，新疆美盛拥有新源县卡特巴阿苏金铜多金属矿项目的所有权。
四川黄金	金精矿	32645.6	
赤峰黄金	矿产金	14.5	2026 年公司黄金产销量目标为 14.7 吨，

资料来源：各公司年报数据，上海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

4 中国金矿企业估值处在历史中低位水平

通过对紫金矿业、中金黄金、山金国际、山东黄金、赤峰黄金、湖南黄金、四川黄金、招金矿业 8 家企业为样本，对各公司 5 年历史 PE 中值做市值加权平均值，对应板块 PE 估值中位数 24.2X。假设板块 2026 年归母净利润同比增长 20%，以 2026 年 8 月 24 日总市值测算，板块 PE 为 17.4X。我们认为，以目前估值看，板块具备配置价值。

表 9：中国金矿采选板块估值分析

证券简称	总市值*（万元）	2025 年归母净利润（万元）	预测 2026 年板块 PE				5 年历史 PE 中值
紫金矿业	82,117,029.1	5,177,732.8					16.2
中金黄金	10,344,165.0	493,358.3	假设 2026 年板块归母净利润高于 2025 年业绩 -10%	假设 2026 年板块归母净利润高于 2025 年业绩 0%	假设 2026 年板块归母净利润高于 2025 年业绩 10%	假设 2026 年板块归母净利润高于 2025 年业绩 20%	21.0
山金国际	6,082,925.2	297,165.9					24.9
山东黄金	11,291,709.1	473,939.3					48.4
赤峰黄金	6,850,894.0	308,236.8					32.2
湖南黄金	3,486,275.1	148,799.5					33.4
四川黄金	1,611,960.0	46,582.4					42.4
招金矿业	6,278,496.7	361,399.2					50.3
合计	152,387,113.1	7,307,214.1	23.2	20.9	19.0	17.4	市值加权均值 24.2

*资料来源：wind，上海证券研究所，注：*总市值和 2026 年板块 PE 的计算以 2026 年 8 月 24 日收盘价作测算。*

5 投资建议

黄金价格直接影响金矿企业盈利弹性，产业相关公司包括：紫金矿业、紫金黄金国际、中金黄金、湖南黄金、山东黄金、山金国际、招金矿业、招金黄金、西部黄金、赤峰黄金、四川黄金。

6 风险提示

美联储持续加息，美元指数走势强劲；地缘局势持续紧张导致能源大宗品价格大幅反弹；部分国家央行的黄金抛售影响市场供给。



仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。