

赤峰黄金(600988)

报告日期: 2023年07月23日

内部经营降本增效, 国际化发展聚焦成长

——赤峰黄金深度报告

投资要点

- 国际化拓展矿产, 聚焦主业的黄金生产商**

 - ✓ 公司坚持“以金为主”的战略思想, 深耕黄金产业, 通过并购海外矿山, 致力于国际化发展、聚焦成长。2022年, 公司黄金资源量达 438.8 吨, 平均品位 2.6 克/吨, 黄金产量突破 10 吨, 打破公司历史产金记录。
 - ✓ 财务方面: 公司 2022 年营收 62.67 亿元, 同比+66%, 主要系海外资产运营走上正轨, 为收入增长带来动力。
 - ✓ **业绩预告彰显经营改善:** 预计公司 23Q2 实现归母净利润 2.52 亿, 同比+6.36%, 环比+234.63%; 实现扣非净利润约 2.4 亿, 同比-0.49%, 环比+82.45%。往后看, 降本增效措施持续推进, 公司盈利能力有望更得到进一步修复。
- 中长期视角, 金价有望迎来明显上涨**

 - ✓ **美联储加息末期+降息预期有望催化金价:** 2023 年 6 月, 美联储首次暂停加息, 加息频率开始下降, 叠加 2023 年 6 月美国 CPI 同比上涨 3% 的事实, CME FedWatch Tools 预测美联储在年内或结束加息, 并在明年存在降息预期。此预期或催化贵金属行情, 金价有望迎来明显上涨。
 - ✓ **美元地位削弱、全球经济承压,** 各国政府及资本或选择黄金避险, 结合美联储加息进入末期的预期, 未来市场条件利好黄金价格上升与需求增加。
- 优秀团队+股权激励激发潜力, 海外布局打开成长空间**

 - ✓ **团队方面,** 公司管理层能力优秀, 董事长具备丰富的矿产行业经验; 同时, 员工持股计划持续推进, 累计规模近 3.5% 公司股份, 绑定核心团队, 激发公司的生产经营潜力。
 - ✓ **战略方面,** 公司坚持内收外购战略, 两大海外矿山有望成为长远发展的重要助力。(1) 老挝塞班矿山发展规划清晰, 回收率持续攻关, 地上+地下开采有望并行, 并计划与厦门钨业共同开发稀土资源, 有望增厚利润。(2) 加纳瓦萨推动矿区扩产项目, 建设完成后矿石采选有望达到 330 万吨/年, 同时探矿前景良好, 拥有 3 宗采矿权和 4 宗探矿权, 具备长期发展的动力。
- 盈利预测与估值**

综上, 公司有望得到经营改善, 踏上量价齐升的增长快车道。我们预计 2023/2024/2025 年公司分别实现归母净利润 8.48/13.15/15.27 亿元, 增幅达到 88.08%、54.97%、16.11%; 分别对应 EPS 为 0.51 /0.79/0.92 元, 分别对应 PE 为 29.00、18.72、16.12。
- 风险提示**

美联储加息超预期; 公司降本增效效果不及预期; 公司黄金产量增长不及预期

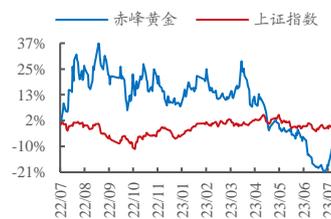
投资评级: 买入(首次)

分析师: 施毅
执业证书号: S1230522100002
shiyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥14.79
总市值(百万元) 24,609.25
总股本(百万股) 1,663.91

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,267	7,621	9,005	9,970
(+/-) (%)	65.67%	21.61%	18.16%	10.71%
归母净利润	451	848	1,315	1,527
(+/-) (%)	-22.57%	88.08%	54.97%	16.11%
每股收益(元)	0.27	0.51	0.79	0.92
P/E	54.55	29.00	18.72	16.12

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023/2024/2025 年公司将分别实现归母净利润 8.48/13.15/15.27 亿元，增幅达到 88.08%、54.97%、16.11%；分别对应 EPS 为 0.51 /0.79/0.92 元，分别对应 PE 为 29.00、18.72、16.12。

公司作为国内黄金采选行业的头部企业，资源禀赋优秀，海外矿山发展路径清晰，有望在内部降本增效、美联储加息末期&降息预期的背景下实现业绩增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 美联储在今年进入加息末期，并在明年开始降息周期；
- 2) 假设 2023-2025 年国内黄金价格分别为 435 元/克、445 元/克、442 元/克；
- 3) 假设 2023-2025 年公司的矿产金产量分别为 15.2 吨、17.5 吨、19.2 吨。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：在矿山品位波动、原材料价格上涨等因素下，公司产量增长和业绩增长承压。

我们认为：公司积极推进各矿山的降本控费工作，同时矿山品位波动&下降的问题得到改善。在美联储加息末期&降息预期的背景下，公司凭借清晰的扩产规划、回收率攻关、稀土产业推进等措施，改变业绩承压的情况，实现快速成长。

● 股价上涨的催化因素

美联储结束加息；

美联储开始降息；

公司降本增效工作取得阶段性成果。

● 风险提示

美联储加息超预期；公司降本增效效果不及预期；公司黄金产量增长不及预期

正文目录

1 国际化拓展矿产、聚焦主业的黄金生产商	6
1.1 发展历程：重组+并购，拓展资源禀赋	6
1.2 聚焦黄金主业，产量增长明显	6
1.3 矿山版图扩大，黄金资源量增长	7
1.4 技改持续推进，保障未来产能	8
1.5 财务分析：黄金贡献主要利润，23Q2 预告业绩改善明显	8
1.5.1 营收整体走高，23Q2 业绩预计环比高增	8
1.5.2 费用率与利润率分析	10
1.5.3 各业务板块分析：黄金贡献主要收入与毛利	10
2 中长期视角，金价有望迎来明显上涨	12
2.1 美联储加息渐入末期，叠加降息预期或催化贵金属行情	12
2.2 美元地位削弱+全球经济压力，有望进一步催化黄金需求	13
2.2.1 美元结算地位出现动摇	13
2.2.2 全球经济压力背景下，利好黄金的避险需求	14
3 优秀团队+股权激励激发潜力，海外布局打开成长空间	17
3.1 公司管理团队经验丰富	17
3.2 董事长资金支持公司发展，员工持股激发工作潜力	17
3.3 海外矿山布局推进，打开成长空间	19
3.3.1 塞班矿山：回收率攻关+地下开采+稀土开发，有望成为重要助力	19
3.3.2 Wassa 金矿：资源储量丰厚+产能扩建，奠定公司发展保障	21
4 盈利预测	24
5 风险提示	27

图表目录

图 1: 赤峰黄金发展历程.....	6
图 2: 2020 年后赤峰黄金的黄金产量增长明显.....	7
图 3: 2019 年公司营业收入水平明显提高.....	9
图 4: 2019 年公司归母净利润转正.....	9
图 5: 赤峰黄金费用率变化.....	10
图 6: 赤峰黄金利润率变化.....	10
图 7: 公司各产品的营收占比.....	11
图 8: 公司产品的毛利占比.....	11
图 9: 公司主要产品毛利率情况.....	11
图 10: 美联储加息减缓.....	12
图 11: 美国通胀回落明显.....	12
图 12: 美联储渐入加息末期、且存在降息预期.....	13
图 13: 美元外汇占比下降.....	14
图 14: 人民币外汇占比上升.....	14
图 15: 21 世纪以来美国债务占 GDP 的比例攀升.....	14
图 16: 21 世纪以来美国 GDP 占全球的比例中枢下行.....	14
图 17: 美国国债长短端收益率倒挂预示经济压力.....	15
图 18: 美国制造业 PMI 跌破枯荣线、6 月服务业 PMI 边际下滑.....	15
图 19: 美国 GDP 增速整体回落.....	15
图 20: 美国消费者信心指数仍未修复至 2015~2019 年水平.....	15
图 21: 美国若出现经济下行可能提升失业率.....	16
图 22: 欧元区 GDP 增速处于低位.....	16
图 23: 欧元区零售消费指数保持增速负增速.....	16
图 24: 欧元区制造业 PMI 跌破枯荣线、服务业 PMI 边际下滑.....	16
图 25: 塞班股权穿透图.....	19
图 26: 塞班矿山地理位置图.....	20
图 27: Wassa 股权结构图.....	22
图 28: 瓦萨金矿地理位置.....	22

表 1: 赤峰黄金主要金矿的黄金资源量情况.....	7
表 2: 赤峰黄金预告 23Q2 业绩改善明显.....	10
表 3: 王建华任职紫金矿业期间的主要对外矿山投资项目.....	17
表 4: 赤峰黄金前十大股东明细.....	18
表 5: 2021 年至今公司已发布 3 次回购股份计划.....	18
表 6: 赤峰黄金两期员工持股计划细节 (最新修订后).....	19
表 7: 万象矿业财务近况.....	20
表 8: 塞班矿山资源量情况 (截至 2022 年末).....	21
表 9: 瓦萨金矿营运概览.....	22
表 10: 瓦萨金矿资源信息 (截至 2022 年末).....	23
表 11: 公司各产品分拆及预测.....	24
表 12: 可比公司估值情况.....	26
表附录: 三大报表预测值.....	28

1 国际化拓展矿产、聚焦主业的黄金生产商

1.1 发展历程：重组+并购，拓展资源禀赋

公司全称赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司，是一家具备较高成长性的国际化黄金生产商，主要在全球范围内从事黄金的开采、采选和销售业务。从整体战略来看，公司致力于“做专注、专业的黄金矿山公司”，加大对黄金资源的收购整合力度，实现资源的有效利用，并坚持国际化道路。

重要发展节点总结来看：

2012年，公司进行重大资产重组，实现上交所A股上市。

2013年，公司收购五龙矿业100%股权；

2015年，公司收购雄风环保100%股权、广源科技55%的股权，扩充旗下资产。

2018年，公司收购MMG Laos的100%股权，从而间接持有老挝万象矿业90%股权，增厚自身资源禀赋。

2019年，公司收购瀚丰矿业100%股权，继续扩充金属资源。

2020年，公司贯彻“以金为主”战略，剥离雄风环保100%股权。

2022年，公司收购金星资源62%的已发行股份，黄金资源进一步增厚，国际化战略持续推进。同时，公司还入股阿布贾金矿、溪灯坪金矿，扩充经营规模。

图1：赤峰黄金发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 聚焦黄金主业，产量增长明显

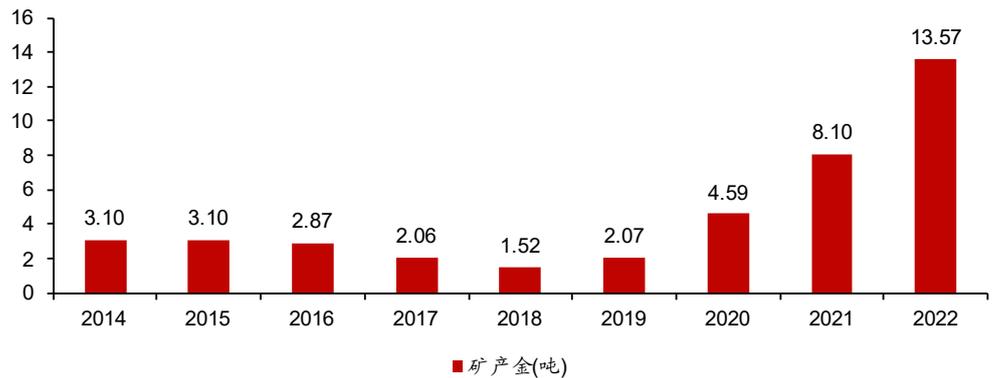
2020年后，公司坚持“以金为主”的发展战略，黄金产量增长明显。

目前，公司主力矿山企业5家，分别为五龙矿业、吉隆矿业、华泰矿业、老挝万象矿业、加纳金星资源，均为探矿、采矿、选矿一体化的矿山企业。

2020-2021年，公司黄金产量分别为4.59吨、8.10吨。2022年，公司黄金产量首次突破10吨，达到13.57吨，较上年增长67.61%，创造了历史产金记录，显著增产主要系完成金星资源的并购所致。

除黄金采选业务外，赤峰黄金还有下属子公司瀚丰矿业，主要从事锌、铅、铜、钼采选业务。此外，子公司广源科技公司还从事废弃电器电子产品处理业务。

图2: 2020年后赤峰黄金的黄金产量增长明显



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 矿山版图扩大, 黄金资源量增长

国内方面:

(1) 公司旗下黄金矿业子公司吉隆矿业、华泰矿业和五龙矿业共拥有 8 个采矿权和 12 个探矿权, 分布于全国重点成矿带, 矿山矿石品位高, 属于国内少有的高品位富矿床之一, 黄金生产的单位成本较低, 且具有进一步探储的潜力。

(2) 2022 年 12 月, 公司收购昆明新恒河矿业有限公司 51% 股权, 增厚黄金的资源储量。恒河矿业持有洱源锦泰矿业开发有限责任公司 90% 股权, 而后者拥有洱源县溪灯坪金矿的 1 宗采矿权和 1 宗探矿权。

海外方面:

(1) 公司控股子公司万象矿业旗下的塞班铜金矿是老挝最大的有色金属矿山, 拥有 1 个采矿权和 1 个探矿权, 享有包括塞班矿区在内的 1247 平方公里范围内的矿产资源勘探及开采的独占权利, 探矿前景广阔。

(2) 2022 年 1 月, 公司成功收购金星资源 62% 的股权。金星资源的核心资产为位于加纳的瓦萨金矿。瓦萨金矿位于著名的阿散蒂金矿带上的成矿有利地段, 走向长达约 70 公里, 矿区及外围找矿潜力巨大。

(3) 2022 年 9 月, 公司全资子公司赤金香港认购铁拓矿业 (Tietto Minerals Limited) 增发股份。铁拓矿业的主要资产是阿布贾 (Abujar) 金矿, 持股比例 88%。阿布贾金矿目前处于建设阶段, 未来通过进一步的勘探有望延长矿山寿命。

此外, 在非金矿方面, 公司全资子公司瀚丰矿业拥有 2 个采矿权和 1 个探矿权。瀚丰矿业两项探矿权所在的“吉林天宝山-开山屯”区域为“重要矿产资源重点勘查区—铅锌矿”, 该区域是重要的多金属矿化集中区。

表1: 赤峰黄金主要金矿的黄金资源量情况

矿山名称	公司持股	矿山位置	黄金资源量 (吨)		平均品位 (g/t)
			全口径	权益量	
吉隆矿业撰山子金矿	100.0%	内蒙古赤峰	9.7	9.7	13.6
华泰矿业红花沟金矿	100.0%	内蒙古赤峰	22.2	22.2	7.3
五龙矿业	100.0%	辽宁丹东	11.3	11.3	7.5
万象矿业塞班铜金矿	90.0%	老挝	51.6	46.4	5.3

金星瓦萨	55.8%	加纳	329.7	184.0	3.4
阿布贾金矿	11.5%	西非科特迪瓦	104.2	12.0	1.2
溪灯坪金矿	45.9%	云南省洱源县	2.5	1.1	1.0
合计			438.8	286.6	2.6

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：合计品位数据为根据各矿山加总黄金资源量/加总黄金矿山量计算得出，或与实际数据存在差异

注：吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业、万象塞班、金星瓦萨的黄金资源量为根据矿石资源量×品位计算得出，或与实际数值存在差异

注：吉隆、华泰、五龙、万象、金星的金资源量为探明+控制+推断；资源量及品位数据截至2022年末

注：阿布贾金矿的金资源量仅包含采矿权；资源量及品位数据截至2022年9月赤峰黄金发布子公司认购铁拓矿业的公告

注：溪灯坪金矿的金资源量仅包含采矿权，口径为探明+控制+推断；资源量及品位数据截至2021年5月31日

1.4 技改持续推进，保障未来产能

赤峰黄金各矿山子公司持续投入资金进行扩能改造，为未来的产能提升提供保障。

吉隆矿业：1000吨/日选厂预计在2023年8月主厂房竣工，井下技改工程同步实施，力争于2024年末实现1000吨/日采选能力。吉隆矿业和华泰矿业新采用的“尾矿脱氰压滤工艺”改变了原尾矿压滤排放工艺，尾渣总氰含量及其它有害元素含量均符合《黄金行业氰渣利用与处置污染控制技术规范》要求。

五龙矿业：3000吨/日选厂已建成并试运营，井下探矿工程、采矿技改工程持续推进，采矿能力逐步提升。

万象矿业：2023年有望实现露天与地下开采并行，并拥有铜和金两条独立生产线。此外，万象矿业还通过药剂优化、现场操作调整及闪速浮选等措施提高浮选回收率，通过减少高压氧化釜中氯离子含量、结合加热浸出减少截金影响提高原生矿浸出回收率，未来选矿综合回收率有望实现提升。截至2023年6月，万象矿业的黄金选矿回收率已达65%以上。

金星瓦萨：充分利用现有选厂处理能力，于2022年7月和11月分别获得Benso I区和DMH区域露天采矿许可，可为选厂提供补充矿量，为瓦萨金矿的进一步发展提供了良好的基础和保障。

1.5 财务分析：黄金贡献主要利润，23Q2预告业绩改善明显

1.5.1 营收整体走高，23Q2业绩预计环比高增

【1】2016-2019年，产业扩大，营收逐年上涨。

2016-2019年，赤峰黄金通过收购老挝塞班铜金矿、瀚丰矿业等公司，实现营业总收入从21.12亿元到60.28亿元的增长。2019年，公司营业收入及归母净利润分别同比增长156.73%和466.99%，实现扭亏为盈。

【2】2020年，贯彻“以金为主”和相对“零负债”。

2020年，赤峰黄金确立“以金为主”和相对“零负债”的发展策略，出售雄风环保公司，提前偿还各类债务，实现归母净利润7.84亿元，较上年同期增长317.01%，资产负债率由年初的57.93%下降至年末的38.42%，为公司的长期发展奠定坚实基础。

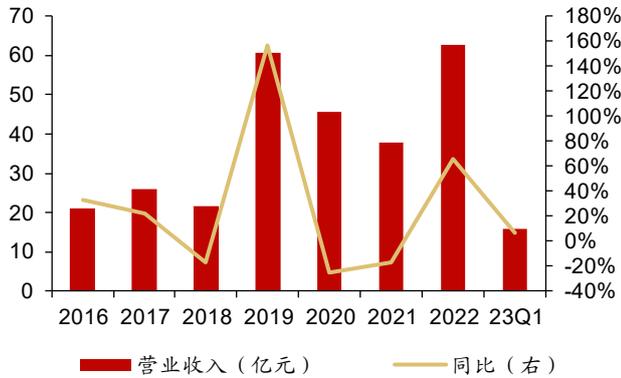
【3】2021年以来，海外资产带来收入增长的潜力。

(1) 2021年，全球公共卫生安全情况反复，公司依旧实现全年矿产金产量8.10吨，同比增长76.42%，实现营收37.83亿元。

(2) 2022年，公司完成金星资源的现金收购，营业总收入达62.67亿元，同比增长65.67%，为历史新高；同时归母净利润同比下降22.57%至4.51亿元，主要系金星瓦萨调整

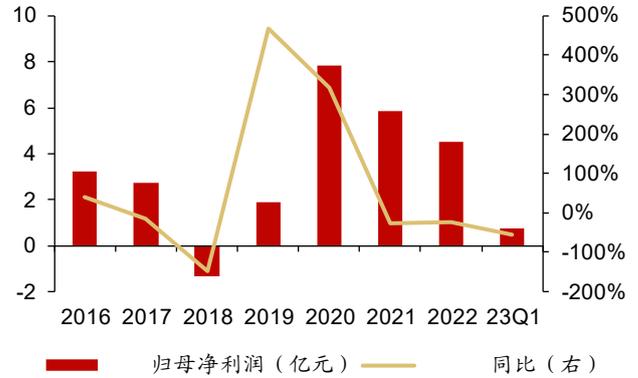
采矿模型引起品位波动、原材料价格普遍上涨、能源价格上涨、各矿山矿石品位下降等多重因素所致。

图3：2019年公司营业收入水平明显提高



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图4：2019年公司归母净利润转正



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

(3) 2023年第一季度，公司实现营业收入15.87亿元，同比增长6.66%，增长主要原因为黄金产品销量及价格上升；实现归母净利润0.75亿元，同比下降56.77%。公司2023年一季度业绩承压的主要因素为：

- ① 2023年第一季度因黄金价格上涨，导致存量黄金租赁业务产生公允价值浮动亏损。
- ② 资产处置等非经常性相关损益。

【4】往后看，公司有望摆脱负面因素，已预告明显的二季度业绩改善：

- (1) 公司已锁定了黄金租赁业务的亏损，全年风险可控。
- (2) 新并购的云南锦泰矿业，旗下溪灯坪金矿有望于本年下半年投产，未来可增加1~2吨的黄金年产量，进而增厚公司利润。
- (3) 公司降本效果初显，23Q1克金全维持成本267.55元/克，与上年全年相比下降15.26%。
- (4) 老挝万象矿业管理层经过调整后，采取了一系列组织变革及提升运营效率的措施，选矿回收率持续攻关，23Q1金选矿回收率约66.5%，并有进一步增长空间。
- (5) 金星瓦萨因2022年下半年加密勘探间距和品位控制模型调整所引起的矿房矿石量和品位波动，自今年3月以来已逐渐得到控制和改善。公司成立专项小组优化井下开采管理及品位控制模型，依托丰富的黄金资源和扩产工程计划的落实，金星瓦萨产量和成本指标有望在未来几个季度持续改善。
- (6) 23Q1吉隆矿业的入选品位相较2022全年已提高40%以上。

(7) 根据公司发布的业绩预告，在一季度业绩承压的背景下，公司二季度业绩出现明显的环比改善：(1) 预计2023上半年实现归母净利润3.27亿元，同比-20.38%，环比+713.38%；实现扣非净利润3.71亿，同比-9.62%，环比扭亏为盈。(2) 单季度来看，预计23Q2实现归母净利润约2.52亿，同比+6.36%，环比+234.63%；实现扣非净利润约2.4亿，同比-0.49%，环比+82.45%。

表2: 赤峰黄金预告 23Q2 业绩改善明显

关注区间	预计归母净利润(亿元)	同比	环比	预计扣非净利润(亿元)	同比	环比
2023H1	3.27	-20.38%	713.38%	3.71	-9.62%	扭亏为盈
2023Q2	2.52	6.36%	234.63%	2.40	-0.49%	82.45%

2023 上半年业绩变动原因

(一) 2023 上半年业绩同比下降, 主要系:
 (1) 所得税费用较上年同期增加约 1 亿元;
 (2) 2023 年上半年黄金租赁敞口产生浮动亏损约 3755 万元, 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司已完成对冲, 锁定黄金租赁风险敞口。

(二) 2023 上半年业绩环比高增, 主要系: 销售收入增加、成本下降及所得税费用减少所致。

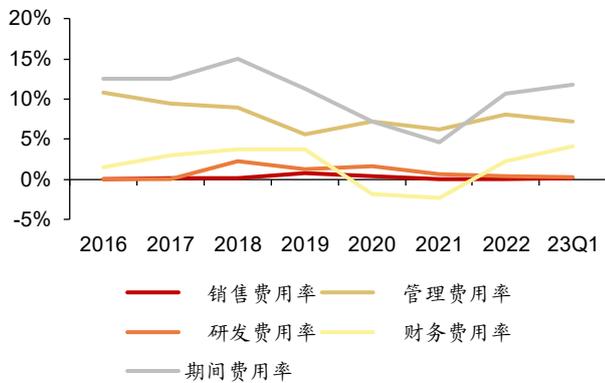
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

1.5.2 费用率与利润率分析

2022 年以来, 公司费用率水平有所回升, 后续伴随内部降本控费措施的推进, 有望逐步回落。(1) 2022 年管理费用率+1.8pct, 主要系金星资源纳入合并范围所致; (2) 2022 年财务费用率+4.5pct, 主要系公司有息负债增加产生较多利息支出所致。(3) 2023 年一季度, 公司管理费用率有所回落, 但销售费用率和财务费用率略有上升。

公司毛利率水平尚可, 但净利率有所承压, 期待后续修复。公司主要售卖黄金, 毛利率相对尚可, 但 2022 年美联储进入加息周期, 对黄金价格产生压制, 对毛利率依旧造成负面影响; 公司净利率受费用率上升、非经常性损益等多因素影响存在一定压力。往后看, 伴随公司降本控费措施推进、美联储进入加息末期或继续推升金价等因素, 公司利润率水平有望得到修复。

图5: 赤峰黄金费用率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 赤峰黄金利润率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

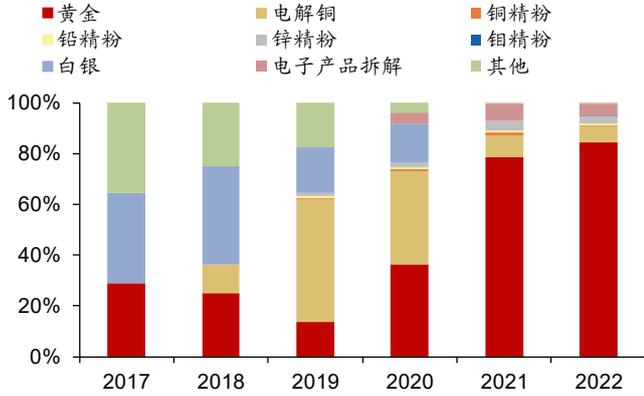
1.5.3 各业务板块分析: 黄金贡献主要收入与毛利

营收方面, 黄金贡献超 8 成: 2022 年, 公司黄金收入 53.05 亿元, 占比 84.65%。其余产品的收入和占比分别为: 电解铜 3.93 亿元 (6.28%)、电子产品拆解 3.05 亿元 (4.87%)、锌精粉 1.74 亿元 (2.78%)、铅精粉 0.40 亿元 (0.63%)、铜精粉 0.22 亿元 (0.35%)、白银 0.17 亿元 (0.28%)、钼精粉 0.04 亿元 (0.06%)、其他产品 0.06 亿元 (0.10%)。

毛利方面, 黄金贡献依旧超 8 成: 2022 年, 公司黄金毛利 14.66 亿元, 占比 81.67%。其余产品的毛利和占比分别为: 电解铜 1.34 亿元 (7.49%)、电子产品拆解 0.44 亿元 (2.46%)、锌精粉 0.93 亿元 (5.21%)、铅精粉 0.28 亿元 (1.53%)、铜精粉 0.13 亿元 (0.74%)、白银 0.12 亿元 (0.69%)、钼精粉-0.01 亿元 (-0.06%)、其他产品 0.05 亿元 (0.28%)。

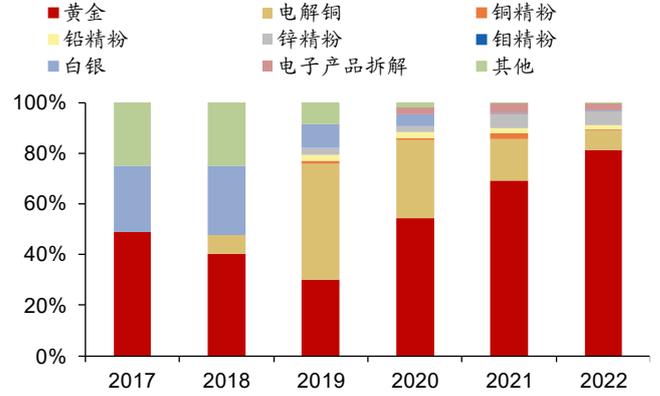
毛利率方面，黄金和电解铜毛利率有所下行，但多类金属精粉和白银毛利率维持相对高位，保证公司综合毛利率水平尚可。分产品来看，2022年黄金业务毛利率27.64%，同比-1.64pct；电解铜毛利率34.18%，同比-27.91pct，主要系原材料价格普遍上涨、能源价格上涨、各矿山矿石品位同比有所下降、选矿难度大等多种因素所致。但公司铜精粉、铅精粉、锌精粉、白银等产品的毛利率维持相对高位，一定程度上托底了公司的综合毛利率水平。

图7: 公司各产品的营收占比



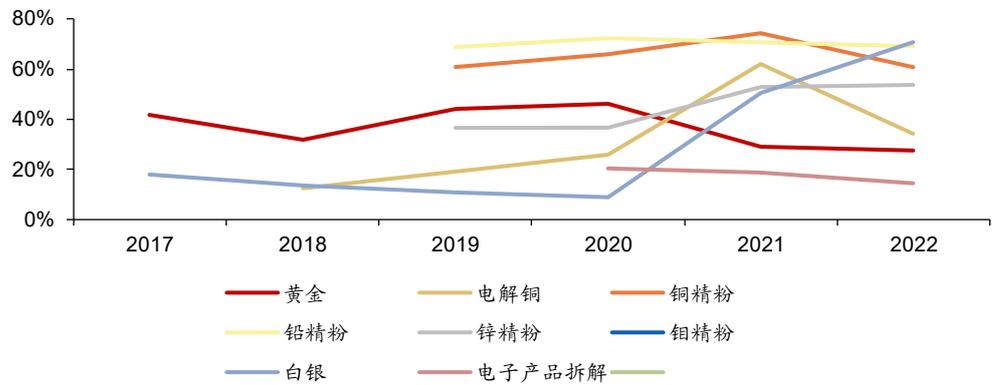
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 公司产品的毛利占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 公司主要产品毛利率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 中长期视角，金价有望迎来明显上涨

2.1 美联储加息渐入末期，叠加降息预期或催化贵金属行情

黄金具备商品、货币、金融等多重属性，是重要的全球性战略资产和各国金融储备体系的基石，在维护国家金融稳定、经济安全中具有不可替代的作用。

从底层逻辑出发，黄金属于无息资产，因此持有黄金的直接成本=名义利率。同时，黄金依靠其足值货币的属性可以抵抗通胀，而美元等信用货币则会随通胀贬值，故通胀可以看作持有黄金的“收益”。综上，持有黄金的实际成本=实际利率=名义利率-通货膨胀率。当实际利率快速下降时，持有黄金的实际成本下降，黄金吸引力增强，进而推升金价。

2021-2022 年以来，欧美地区面临较为严峻的通胀问题，各国央行也相继采取相应措施，相继开始加息周期。以美国为例，美联储自 2022 年 3 月开始陆续加息，目前加息 10 次，累计加息 500BP。加息托升实际利率水平，对 2022 年金价的走势造成明显压力。

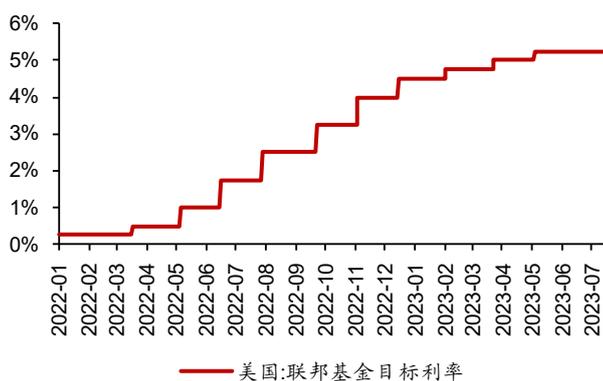
往后看，美联储加息或已进入末期，并在明年存在降息预期，利好实际利率的下行，进而有望催化金价进入上行通道。

(1) 美国加息幅度和频次渐缓。2022 年 12 月，美联储首次放缓加息，单次加息幅度由 75BP 降至 50BP，并在 2023 年 2 月进一步降至 25BP；2023 年 6 月，美联储首次暂停加息，加息频率开始下降。

(2) 美国通胀回落明显，加息动力或逐渐消退。2023 年 6 月美国 CPI 同比上涨 3%，前值 4%，相比 2022 年 3 月加息初期的 8.5% 明显回落，创 2021 年 4 月以来新低；6 月核心 CPI 同比上涨 4.8%，相较前值 5.3% 继续放缓。

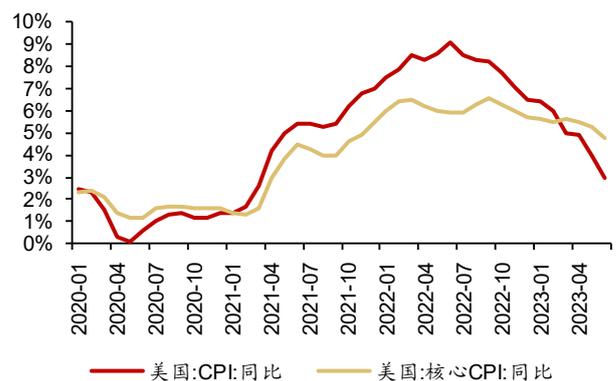
(3) 今年美联储或逐渐进入加息末期，且明年存在降息预期。根据 CME FedWatch Tools 给出的概率预测，美联储在年内或结束加息，并在明年存在降息预期。加息结束和降息开始将抑制实际利率的上行，进而为金价上涨带来催化。

图10: 美联储加息减缓



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 美国通胀回落明显



资料来源: Wind, 浙商证券研究所
注: 2023 年 7 月 16 日数据

图12: 美联储渐入加息末期、且存在降息预期

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	99.8%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	83.9%	16.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	67.9%	29.0%	3.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	64.0%	26.4%	2.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	26.9%	50.8%	18.1%	1.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	15.7%	39.8%	33.1%	9.3%	0.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	14.7%	38.2%	33.6%	10.9%	1.4%	0.1%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.9%	26.3%	35.9%	22.4%	6.2%	0.7%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	6.3%	22.3%	33.8%	25.3%	9.7%	1.9%	0.2%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.4%	5.4%	19.7%	32.0%	26.7%	12.2%	3.1%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.2%	3.2%	13.3%	26.5%	29.0%	18.6%	7.2%	1.7%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.8%	12.1%	24.9%	28.7%	19.9%	8.6%	2.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 浙商证券研究所

注: 2023年7月21日数据

2.2 美元地位削弱+全球经济压力, 有望进一步催化黄金需求

2.2.1 美元结算地位出现动摇

(1) 美国采用金融制裁或催化“去美元化”浪潮

去年地缘冲突背景下, 美国对俄罗斯采取了经济制裁, 包括限制俄罗斯银行进入SWIFT国际支付系统、冻结俄罗斯外汇储备等。

为此, 俄罗斯多元化其货币使用, 以减少美元依赖, 明显特征是俄方以人民币作为结算货币的金融交易正在不断增加。俄罗斯央行数据显示, 今年3月, 人民币在俄罗斯外汇交易中的份额升至创纪录的39%, 而美元份额则降至34%。

同时, 欧洲加快夯实欧元作为“安全资产”的根基, 人民币国际竞争力上升。2020年7月, 欧盟成员国领导人就建立7500亿欧元“复苏基金”达成一致, 从而使欧盟的财政一体化迈出关键一步。2016年IMF将人民币列入特别提款权货币篮子标志着人民币成为国际货币体系的重要组成部分; 2022年5月, IMF将人民币在特别提款权中权重由10.92%上调至12.28%, 反映出对人民币可自由使用程度提高的认可。

此外, 全球各国也逐渐通过多元化货币储备、建立本币结算机制和加强国际合作等探索“去美元化”路径, 美元的外汇储备占比明显下降。根据IMF公布的官方外汇储备货币构成数据, 2022年第四季度美元储备占全球已报告外汇储备的比例为58.58%, 为1995年IMF统计该数据以来的最低水平。2023年一季度, 美元的外汇储备占比小幅回升至59.02%, 但依旧处于历史低位。

2023年以来, “去美元化”进程密集。4月1日, 印度宣布, 和马来西亚之间的贸易可用印度卢比来结算。4月17日, 孟加拉国和俄罗斯已商定同意使用人民币来支付俄罗斯在孟加拉国建设的核电站项目款项。2023年5月, 亚洲清算联盟(ACU)第51届峰会在伊朗首都德黑兰举行, 会议将去美元化列为议程的重中之重。6月12日, 巴基斯坦石油部长马利克表示, 巴基斯坦首次以人民币结算进口俄罗斯原油的费用。7月, 俄罗斯国营新闻网站RT报道, 金砖国家计划在8月的约翰内斯堡峰会上, 推出一种以黄金为基础的新货币, 与以信贷为基础的美元形成对比。

往后看, “去美元化”的进程或将持续推进, 对美元价值形成压力, 主要以美元计价的黄金或将相对美元出现价格上行。

图13: 美元外汇占比下降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 人民币外汇占比上升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

(2) 美国财政状况承压

进入 21 世纪以来, 美国债务占国内生产总值 (GDP) 的比重持续攀升, 但美国 GDP 占全球的比例中枢却有所下降。2022 年美国总债务占 GDP 的比重为 121.68%, 相较 21 世纪初明显上升; 国际货币基金组织预测, 2028 年这一比例将进一步升至 136.22%。此外, 2022 年美国 GDP 规模占全球的比重为 25.21%, 相较本世纪初超 30% 的水平有所下降。

美国财政状况承压或导致市场上对美国偿还债务能力的信心下降, 进而催生对黄金等更稳定价值贮藏品的需求, 同时动摇美元需求和其全球结算的地位。

图15: 21 世纪以来美国债务占 GDP 的比例攀升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 21 世纪以来美国 GDP 占全球的比例中枢下行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2.2 全球经济压力背景下, 利好黄金的避险需求

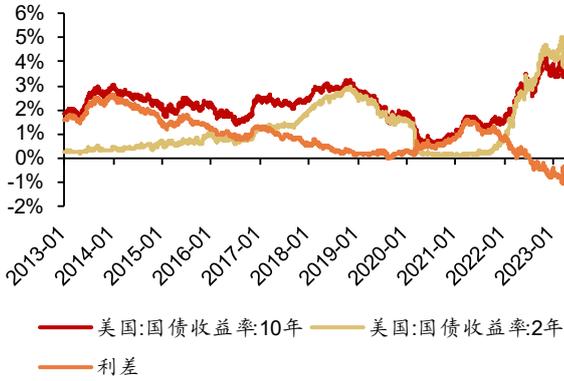
(1) 美债长短端收益率倒挂叠加制造业 PMI 跌破枯荣线, 或释放衰退信号

在美国长加息背景下, 美债收益率出现倒挂现象。自 2022 年 7 月开始, 美国国债长短端收益率出现倒挂, 并持续至今, 且负利差的敞口整体呈扩大趋势, 已至近 -1% 的水平, 或前瞻预示着美国经济压力的增长。2 年/10 年期美债利率倒挂, 是判断经济衰退预期的关键指标, 逻辑在于: 市场预期长期经济疲软、央行会维持低利率政策, 因此长期利率更低; 而中短期危机背景下流动性紧张, 引发中短期利率上升, 进而出现利率倒挂的情况。

此外, 美国制造业 PMI 跌破荣枯线, 或前瞻预示经济下行风险。2022 年 11 月开始, 美国制造业 PMI 持续跌破枯荣线, 2023 年 6 月为 46.3, 相较前值 48.4 进一步下滑。制造业

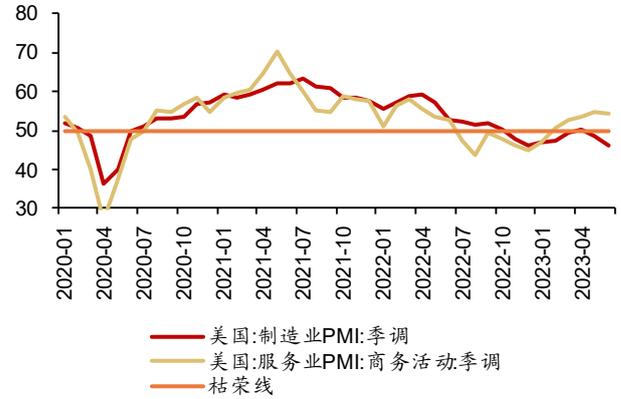
PMI 的下行预示着目前美国制造业的发展疲软。同时，6月服务业 PMI 为 54.4，相较前值 54.9 也出现边际下滑现象。

图17：美国国债长短端收益率倒挂预示经济压力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18：美国制造业 PMI 跌破枯荣线、6月服务业 PMI 边际下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

(2) 经济基本面低迷，衰退预期利好黄金进入上行通道

美国方面：

美国 GDP 增速整体回落。2022 年第二季度、第三季度、第四季度，美国 GDP 增速整体萎缩。此后经济虽有所回暖，但在低基数效应消退后，GDP 增速整体回落。2023 年一季度，美国 GDP 增速为 1.8%，相较 2017-2019 年 2%~3% 的水平有所回落，显示经济基本面压力仍存。

此外：(1) 美国消费者信心指数仍未修复至 2019 年以前水平，消费动能或仍存压力。(2) 目前美国失业率处于低位。前瞻指标若预期未来经济衰退，周期思维或预期美国失业率抬升，进而预期美国或将迎来新一轮货币宽松政策以提振经济，最终传导至金价上行。

欧洲方面：

欧元区 GDP 增速保持低位。2023 年一季度，欧元区 20 国 GDP 增速已跌至 1.20%，相比前值再度下降 0.3pct，展现较为严峻的经济压力。

此外：(1) 欧元区 5 月零售消费指数的增速为 -2.90%，与前值持平，已连续 8 个月维持负增速，消费动能或减弱；(2) 欧元区 PMI 数据同样预示制造业等行业存在较大压力。

图19：美国 GDP 增速整体回落



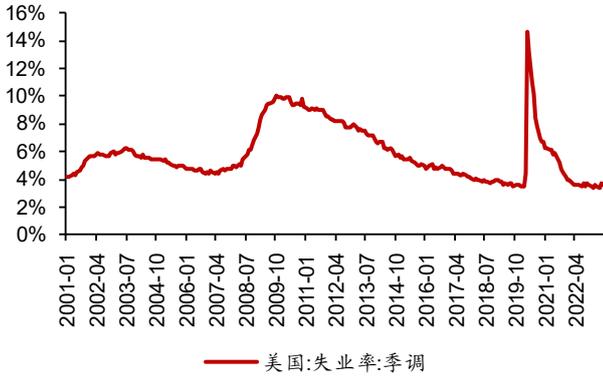
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图20：美国消费者信心指数仍未修复至 2015-2019 年水平



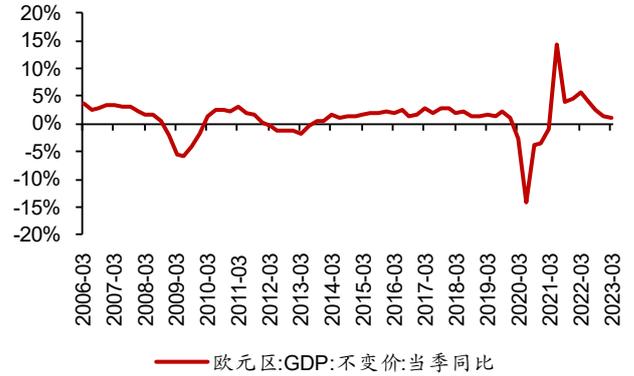
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21: 美国若出现经济下行可能提升失业率



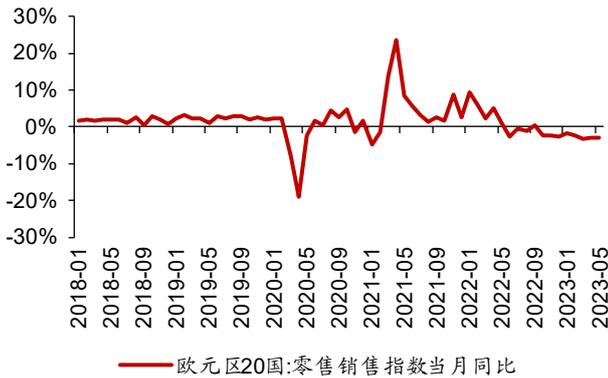
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图22: 欧元区 GDP 增速处于低位



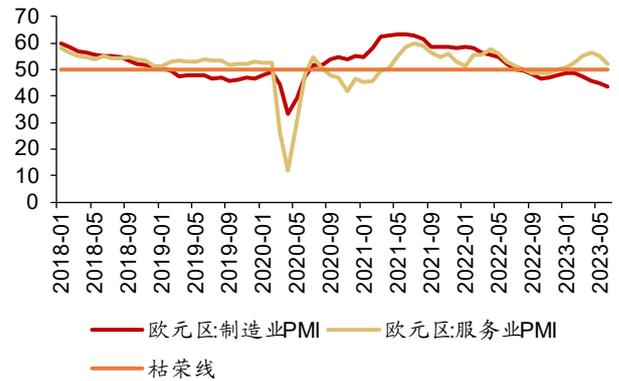
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 欧元区零售消费指数保持增速负增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 欧元区制造业 PMI 跌破枯荣线、服务业 PMI 边际下滑



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

总结来看, 全球经济基本面较低迷的背景下, 衰退预期在中长期内有望带动黄金进入上行通道, 配置价值凸显。

3 优秀团队+股权激励激发潜力，海外布局打开成长空间

3.1 公司管理团队经验丰富

公司董事会由 12 名董事组成，包括 7 名非独立董事、5 名独立董事，董事成员专业结构合理，具备履行职责所需的知识、技能和素质。2022 年，公司新提名三位专家级的独立董事，其中两位院士、一位高级教授，为董事会注入了专业力量。

董事会严格按照《公司章程》《公司董事会议事规则》的规定和要求运作，运行规范高效，对公司发展战略、规范运作、经营管理、风险内控等重大事项做出科学和专业决策。

王建华董事长具有丰富的矿业企业工作经验，担任公司的董事长、法定代表人、非独立董事。王董事长于 2013 年 6 月至 2016 年 12 月，任紫金矿业集团股份有限公司董事、总裁；2017 年 4 月至 2018 年 5 月任云南白药控股有限公司董事长；2018 年 9 月至 2019 年 12 月，任赤峰黄金董事；2019 年 12 月至今，任赤峰黄金董事长。

王建华董事长致力于矿山的生态环境建设，并重视矿山的并购投资、探矿增储等工作，曾领导了包括诺顿金田、卡莫阿铜矿和波格拉金矿在内的多个国内外矿山的投资活动。

表3: 王建华任职紫金矿业期间的主要对外矿山投资项目

日期	投资标的	涉及比例	所涉金额
2014 年	NKWE (南非铂金矿) 可转债	22.59% (可转债可转换为 NKWE 的 22.59% 股权)	2000 万澳元
2014 年	KMC	100% 股权和 100% 上市期权	6637.91 万元
2014 年	洛阳坤宇矿业	70%	7 亿元
2014 年	Bullabulling	100%	2807 万澳元
2014 年	姆索诺伊矿业	51%	7791.67 万美元
2015 年	Pretium Resources Inc.	9.9%	4.33 亿元
2015 年	Ivanhoe	9.9%	5.06 亿元
2015 年	Phoenix Gold Limited	32.16%	2.03 亿元
2015 年	卡莫阿铜矿	49.5% 权益及 49.5% 股东贷款	4.12 亿美元
2015 年	巴新波格拉金矿	50% 权益及 50% 股东贷款	2.98 亿美元
2015 年	诺顿金田	17.57% (完成后紫金持股 100%)	3300 万澳元
2016 年	黑龙矿业	100%	15.61 亿元

资料来源：紫金矿业公告，Wind，浙商证券研究所

3.2 董事长资金支持公司发展，员工持股激发工作潜力

截至 2023 年 6 月 27 日，公司前两大自然人股东分别为李金阳（持股 11.44%）、王建华（持股 4.43%）；前十大股东合计持股公司总股本的 33.74%，股权结构相对平稳。

董事长减持股份，所得资金用于支持公司发展。2022 年 11 月，公司董事长王建华先生通过大宗交易的方式减持公司 1.47% 的股份，并将减持所得资金用于公司的发展，彰显管理层对公司经营的支持力度。

表4: 赤峰黄金前十大股东明细

股东名称	持仓数量(股)	占总股本比例(%)	备注
李金阳	190410595	11.44%	实际控制人
王建华	73628171	4.43%	此前减持 1.47%，所得资金用于支持公司发展
全国社保基金 118 组合	73461884	4.42%	-
北京瀚丰中兴管理咨询中心(有限合伙)	51515151	3.10%	李金阳的一致行动人
大成新锐产业混合型证券投资基金	38408967	2.31%	-
全国社保基金 112 组合	35887552	2.16%	-
华夏能源革新股票型证券投资基金	28597792	1.72%	-
建信理财“诚鑫”多元配置混合类最低持有 2 年开放式产品	23870914	1.43%	-
香港中央结算有限公司	23379192	1.41%	-
大成睿景灵活配置混合型证券投资基金	21982087	1.32%	-
合计	561142305	33.74%	-

资料来源: Wind, 浙商证券研究所(注: 截至 2023 年 6 月 27 日数据)

2021 年至今, 公司 3 次发布回购股份计划用于股权激励, 彰显经营信心。自 2021 年 1 月开始, 截至 2023 年 6 月, 公司已发布 3 次回购股份的计划, 累计已回购公司股份 3.72%, 将全部用于公司员工持股或股权激励计划, 彰显了公司对于未来经营和长远发展的信心。

表5: 2021 年至今公司已发布 3 次回购股份计划

回购计划 发布时间	拟回购股 份数量(股)	拟回购 股份比例	实际回购 股份比例	支付资金	回购股份目的	执行状态
2021 年 1 月	41,597,784	≤ 2.50%	2.50%	6.63 亿元 (含交易费用)	用于公司员工持股 或股权激励计划	【完成】 最低成交价: 15.00 元/股 最高成交价: 16.90 元/股
2022 年 1 月	41,597,700	≤ 2.50%	0.9962%	3.01 亿元 (不含交易费用)	用于公司员工持股或 股权激励计划	【完成】 最低成交价: 15.01 元/股 最高成交价: 19.99 元/股
2023 年 6 月	20,000,000	≤ 1.20%	-	-	用于公司员工持股 或股权激励计划	【进行中】 截至 2023 年 6 月, 已回购 0.22% 股份 支付资金: 5000.85 万元(不含 交易费用) 最低成交价: 13.28 元/股 最高成交价: 13.51 元/股

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

同时, 公司已推进 2 期员工持股计划, 绑定核心团队、激发经营动力。公司两期员工持股计划累计规模近 3.5% 公司股份, 涉及诸多核心管理层人员, 并从实际情况出发, 设置、修订业绩考核指标, 激发公司的经营动力:

(1) 第一期员工持股计划, 业绩考核指标为 2022-2024 年金产量累计不低于 43 吨, 对应 2023-2024 年金产量累计不低于 29.43 吨。

(2) 第二期员工持股计划, 业绩考核指标为 2023 年归属于上市公司股东净利润同比 +30% 以上(含), 对应 2023 年公司归母净利润需达到 5.86 亿元以上。

通过员工持股计划或股权激励计划, 将有利于充分调动员工的积极性, 使其利益与公司长远发展更紧密地结合, 利于公司长远的发展。

表6: 赤峰黄金两期员工持股计划细节(最新修订后)

关注指标		第一期		第二期			
业绩考核标准		2022年-2024年金产量累计不低于43吨		2023年归属于上市公司股东净利润同比+30%以上(含)			
持股计划规模		不超过公司总股本的2.50%		不超过公司总股本的0.9962%			
存续期		36个月		24个月			
锁定期		12个月		12个月			
持有人名单		第一期		第二期			
姓名	拟认购份额 (万份)	持有份额对应股票数量 (万股)	占持股计划比例	拟认购份额 (万份)	持有份额对应股票数量 (万股)	占持股计划比例	
王建华	-	2,787.7031	67.02%	1300	491.7736 (不含傅学生与赵强)	29.67% (不含傅学生与赵强)	
吕晓兆	-			2000			
傅学生	-			-			
高波	-			2000			
赵强	-			-			
陈志勇	-			1400			
周新兵	-			1000			
陈铁核	-			590			
董淑宝	-			200			
成振龙	-			-			200
季红勇	-			-			200
韩坤	-			-			30
杜慧	-	-	40				
其他核心人员	-	1,372.0701	32.98%	21240	1,165.7670	70.33%	
合计	-	4,159.7732	100.00%	30200	1,657.5406	100.00%	

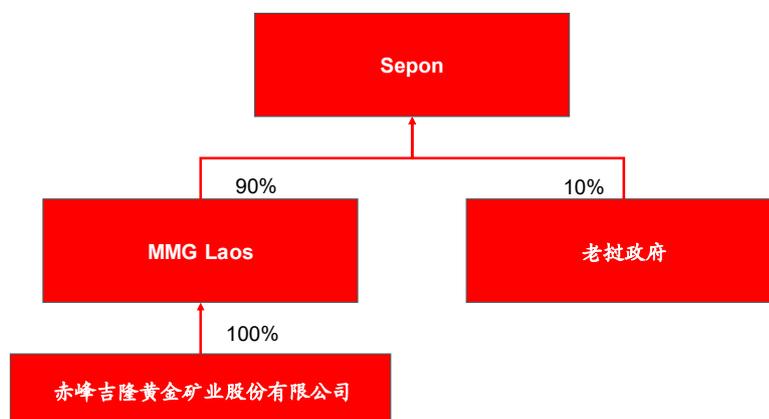
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.3 海外矿山布局推进, 打开成长空间

3.3.1 塞班矿山: 回收率攻关+地下开采+稀土开发, 有望成为重要助力

2018年, 公司以2.75亿美元的对价完成了对MMG Laos的并购。目前, 赤峰黄金拥有塞班(塞班)矿90%的权益, 老挝政府拥有10%的权益。

图25: 塞班股权穿透图



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

矿区地理位置优越，成矿条件有利。塞班(塞班)金铜稀土矿由赤峰黄金控股子公司万象矿业运营管理，位于老挝中南部，矿区面积 1247 平方公里，大部分探矿区域位于沙湾纳吉省维拉布里县境内，少部分位于甘蒙省境内。矿区周边为热带雨林气候区，内构造格架复杂，成矿条件有利，矿床类型多样，已探明多个类卡林型金矿床及矽卡岩型铜矿床，同时具有造山型金矿、MVT 型铅锌矿及离子型稀土矿的找矿潜力。

图26：塞班矿山地理位置图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

矿山持续经营，增厚公司利润。自 2003 年开始运营以来，塞班矿山已经生产了超过 110 万吨的铜阴极板和超过 150 万盎司的金精矿。2021 年，塞班生产了超过 5341 吨的铜和 192,988 盎司的黄金。2022 年，万象矿业有限公司净利润 2.31 亿元，同比+24%。

表7：万象矿业财务近况

报告期	净利润	营收	总资产	总负债	净资产
2022 年	2.31 亿元	29.99 亿元	55.23 亿元	/	25.54 亿元
2021 年	1.86 亿元	25.23 亿元	46.91 亿元	/	24.96 亿元

资料来源：Wind，浙商证券研究所

往后看，钻探工程推进+回收率攻关+地下开采建设+稀土资源开发，老挝矿山发展规划清晰，有望成为公司长远发展的重要助力。

(1) 钻探工程持续推进，黄金勘探潜力优秀。2022 年，万象矿业 22 个项目实施钻探工程，完成钻探 76.6km，钻探结果良好，具备较好的开发潜力。其中，重点跟踪的金矿化类型含非卡林型(与夕卡岩相关)及卡林型，5 个重点项目完成地质模型及初步的资源模型的建立，圈定矿化量显示良好的勘探及开发潜力。

(2) 回收率持续攻关，期待降本效应逐步体现。老挝子公司万象矿业管理层经过调整后，采取了一系列组织变革及提升运营效率的措施，选矿回收率持续攻关，一季度金选矿回收率约 66.5%，并有进一步提升空间——根据 2022 年报披露，塞班金矿项目的预期回收率为 80%。回收率的提升将直接减少矿山资源的浪费，期待未来带来矿产金单位成本的下降效应，进一步提高公司的行业竞争力。

(3) 地下开采并行，加速斜坡道和横向掘进工程。万象矿业此前的矿山开采方式为露天开采。伴随相关工程持续推进，2023 年有望实现露天与地下开采并行——万象矿业地下开采正在进行斜坡道和横向掘进工程，预计 23H2 达到采矿条件，目前正在加紧推进。地下矿石品位较高，与地上开采并行，有利于塞班矿山的持续发展。

(4) **推进稀土资源开采权，携手厦门钨业开发。**2022年11月，万象矿业向老挝能源与矿产部提交了在万象矿业塞班矿区2.96km²稀土开采权的申请，该申请已完成能源与矿产部地质矿产司的矿权边界核查。

①**勘探发现稀土资源富集，将为公司开辟海外增长新动力。**2022年，万象矿业开展稀土资源普查工作，在勘探范围10km²内查明矿体2个，矿床成因类型属风化壳离子吸附型稀土矿床，离子相稀土氧化物配分显示其配分类型属中重型稀土。经估算，合计蕴含3.20万吨全相稀土氧化物(TREO)，矿体平均铅直厚度4.83m，平均品位0.045%。

②**未来稀土资源的勘探潜力较好，保障未来发展。**上述钻探控制范围仅占花岗岩露出区域的1/5，未来稀土勘探的前景依旧广阔。下一步，万象矿业将继续展开50km²花岗岩范围内的稀土探矿工作，对详查阶段的区块继续进行加密钻探，并开展浸出试验工作，为公司的持续发展提供保障。

表8: 塞班矿山资源量情况(截至2022年末)

矿产品种	矿石资源量(百万吨)	品位(克/吨; %)	年矿石产量(万吨)
黄金	9.7	5.32	300
铜	56.6	0.84	-
稀土	71.71	0.045	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

③携手厦门钨业合作开发，塞班稀土资源有望加速变现。

2022年8月，公司与厦门钨业签订《资源开发战略合作框架协议》，在老挝境内进行金、铜及稀土等资源的合作勘探工作，双方在老挝开展稀土资源业务领域互为唯一战略合作伙伴；2022年9月，公司与厦门钨业签订《出资协议》，双方拟共同出资设立赤峰厦钨海外资源开发有限公司，注册资本6000万元，其中赤峰黄金出资比例51%。

厦门钨业是国务院批准设立的国家稀土集团之一，建成了完整的稀土产业链，在稀土资源的绿色高效开发和深加工领域居于行业领先地位，逐步发展成为在钨钼、稀土、能源新材料三大领域具有全球影响力的高端制造企业。

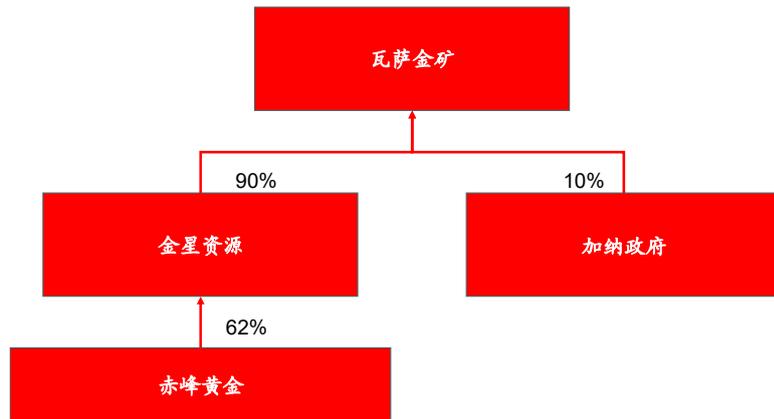
携手厦门钨业，借助其在稀土产业的经验与优势，有望加速塞班稀土资源的开发进程，从而打开增长动能、增厚公司利润。

3.3.2 Wassa 金矿：资源储量丰厚+产能扩建，奠定公司发展保障

2022年，公司以2.91亿美元现金收购金星资源62%股权，奠定发展保障。

目前，公司控股子公司金星资源拥有瓦萨金矿90%的权益，加纳政府拥有10%的权益。Wassa金矿拥有3宗采矿权和4宗探矿权，开采方式为地下开采与露天开采相结合，选厂现有年处理矿石能力可达270万吨。主要产品为含量80%以上的合质金。

图27: Wassa 股权结构图



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

瓦萨金矿项目区位优势优越, 探矿前景良好。

1) **地理位置条件利好:** 瓦萨金矿项目位于西非加纳西部省, 地处著名的阿散蒂金矿带上的成矿有利地段, 走向长约 70 公里, 矿区及外围找矿潜力仍然巨大, 可有力支撑矿山寿命的延长。2022 年, 金星瓦萨地表资源勘探在 5 个钻靶区完成钻探进尺 3 万米, 超出计划 10%, 同比增加 5%, 探矿前景良好。

2) **气候条件利好:** 气候为半湿润热带气候, 利于成矿。矿石性质易选, 同时拥有卫星露采矿坑的在产黄金矿山。

3) **交通条件利好:** 国道经过, 交通便利, 可以有效降低运输成本, 提升效益。

图28: 瓦萨金矿地理位置



资料来源: 谷歌地图, 浙商证券研究所

表9: 瓦萨金矿营运概览

项目	瓦萨金矿
所有权占比	金星资源是赤峰黄金控股子公司, 金星资源拥有瓦萨金矿 90% 的权益, 加纳政府拥有 10% 的权益
所在地	加纳
正在开采的商品	黄金
P&P 矿产储量	109 万盎司

P&P 矿产储量的平均品位	地下 10.8 Mt 3.1 g/t Au
M&I 矿产资源	29.3 Mt at 3.8 g/t Au for 3.5 Moz
矿井剩余储备年限	6 年
地质环境	石英碳酸盐脉与黄铁矿
地下开采方法	分段深孔露天采场
加工方式	碳浸出

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

往后看，瓦萨金矿未来发展明朗。

1) 资源储备丰厚+探矿增储。截至 2022 年末，瓦萨金矿石资源量达 96.96 百万吨，年矿石产量 270 万吨，资源剩余可开采年限 36 年。同时，公司也在推进瓦萨的探矿增储工作，保障长远发展。

2) 成本得到改善。2022 下半年，瓦萨因加密勘探间距和品位控制模型调整，引起矿房矿石量和品位波动，致使成本上升。今年 3 月以来，该情况已逐渐得到控制和改善，公司也成立专项小组优化井下开采管理及品位控制模型，瓦萨产量和成本指标有望在未来几个季度持续改善。

3) 扩产项目建设，矿石采选有望达到 330 万吨/年。公司持续推进瓦萨地下开采扩产项目，通过加大扩产掘进、增加作业面提高产量以及通过引入金诚信外包团队，有望进一步实现规模扩产，增厚公司利润——根据公司 2022 年报目标，瓦萨扩产项目的预期目标为年采选矿石 330 万吨/年。

表10: 瓦萨金矿资源信息（截至 2022 年末）

主要品种	资源量(百万吨)	品位(克/吨,%)	年产量(万吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
黄金	96.96	3.4	270	36	2047.01.25

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 盈利预测

内部来看，伴随公司关注降本控费、矿山品位波动平抑、攻关选矿回收率、产能扩建稳步推进、积极推动稀土资源的开发、继续积极寻求优质并购机会等多重因素，公司经营有望尽快走出 2022 年的承压状态，凭借优质的资源禀赋和丰富的矿产企业经验，打开未来的成长空间。

外部来看，美联储加息末期叠加降息预期的背景下，为黄金等贵金属提供价格的上行动力和较为夯实的价格中枢。

内部经营改善&降本增效利于产能释放、成本下降；外部利好因素有望抬升贵金属价格。因此，我们看好公司盈利上行，并预计：

(1) 在美联储加息末期、降息预期的背景下，假设 2023-2025 年国内黄金价格分别为 435 元/克、445 元/克、442 元/克，并以此为基础，参考往年公司产品价格与实际金属均价的差异比例，预测 2023-2025 年公司产品的价格。

(2) 考虑到公司主要矿山扩产建设、回收率提升等多重因素，假设 2023-2025 年公司的矿产金产量分别为 15.2 吨、17.5 吨、19.2 吨。

表11: 公司各产品分拆及预测

各产品详细分拆		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产量	矿产金(吨)	2.1	4.6	8.1	13.6	15.2	17.5	19.2
	冶炼金(吨)	0.7	0.3	-	-	-	-	-
	电解铜(吨)	76215	39731	5020	6433	6670	8000	10000
	铜精粉(吨)	2433	2568	2932	2050	1800	2000	2300
	铅精粉(吨)	4204	4227	3478	3314	2500	2700	3000
	锌精粉(吨)	17200	17410	19931	22043	19500	20500	21000
	矿产银(吨)	-	-	0.1	2.8	2.5	2.5	2.6
	冶炼银(吨)	333	213	-	-	-	-	-
销量	矿产金(吨)	2.0	3.9	7.8	13.9	15.2	17.5	19.2
	冶炼金(吨)	0.7	0.3	-	-	-	-	-
	电解铜(吨)	74876	42119	5492	6593	6670	8000	10000
	铜精粉(吨)	2942	2515	2986	1977	1800	2000	2300
	铅精粉(吨)	3983	4544	3372	3577	2500	2700	3000
	锌精粉(吨)	16723	17886	19933	21881	19500	20500	21000
	矿产银(吨)	-	-	1.3	3.8	2.5	2.5	2.6
	冶炼银(吨)	346	210	-	-	-	-	-
含税价格	金(元/克)	304	392	381	383	433	443	439
	电解铜(万元/吨)	4.4	4.5	6.9	6.7	7.0	7.7	8.5
	铜精粉(万元/吨)	0.9	0.9	1.4	1.2	1.4	1.5	1.7
	铅精粉(万元/吨)	1.2	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2
	锌精粉(万元/吨)	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
单位销售成本	银(元/克)	3.5	3.8	4.4	5.2	5.0	5.4	5.3
	矿产金(元/克)	126	202	269	277	277	262	259
	冶炼金(元/克)	299	318	-	-	-	-	-

	电解铜 (万元/吨)	3.2	3.0	2.3	3.9	4.5	4.4	4.4
	铜精粉 (万元/吨)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
	铅精粉 (万元/吨)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	锌精粉 (万元/吨)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
	矿产银 (元/克)	-	-	1.9	1.4	1.5	1.5	1.6
	冶炼银 (元/克)	2.8	3.0	-	-	-	-	-
	矿产金 (亿元)	6.2	15.3	29.7	53.0	65.8	77.5	84.3
	冶炼金 (亿元)	2.1	1.3	-	-	-	-	-
收入	电解铜 (亿元)	29.4	16.8	3.4	3.9	4.6	6.2	8.5
	铜精粉 (亿元)	0.2	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4
	铅精粉 (亿元)	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4
	锌精粉 (亿元)	0.9	0.9	1.4	1.7	1.5	1.6	1.7
	矿产银 (亿元)	-	-	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
	冶炼银 (亿元)	10.9	7.0	-	-	-	-	-
	矿产金 (%)	59%	48%	29%	28%	36%	41%	41%
	冶炼金 (%)	2%	19%	-	-	-	-	-
毛利率	电解铜 (%)	19%	26%	62%	34%	35%	42%	48%
	铜精粉 (%)	61%	66%	74%	61%	68%	71%	79%
	铅精粉 (%)	69%	72%	71%	69%	71%	72%	79%
	锌精粉 (%)	37%	37%	53%	54%	41%	44%	56%
	矿产银 (%)	-	-	50%	71%	69%	72%	71%
	冶炼银 (%)	11%	9%	-	-	-	-	-
	矿产金 (亿元)	3.6	7.4	8.7	14.7	23.7	31.7	34.6
	冶炼金 (亿元)	0.0	0.2	-	-	-	-	-
毛利	电解铜 (亿元)	5.6	4.3	2.1	1.3	1.6	2.6	4.1
	铜精粉 (亿元)	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3
	铅精粉 (亿元)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3
	锌精粉 (亿元)	0.3	0.3	0.7	0.9	0.6	0.7	0.9
	矿产银 (亿元)	-	-	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
	冶炼银 (亿元)	1.2	0.6	-	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注 1: 2023-2025 年为预测数据, 其中黄金产量预期不包含阿布贾金矿的贡献

注 2: 参考公司产品以往的产销量差距, 及所处上游行业的地位, 假设 2023-2025 年的预测数据中, 销量=产量

注 3: 表中部分数据为根据公司公告估算得出, 可能与实际值存在一定差异, 仅供预测参考, 具体情况如下:

1) 假设冶炼金和矿产金拥有相同售价、冶炼银和矿产银拥有相同售价, 并以此为基础估算 2019-2020 年这四类产品的收入。

2) 考虑数据计算及预测的一致性, 假设增值税率保持 13% 不变;

3) 除黄金不收取增值税外, 其余产品的历史含税价格=(收入×1.13)/销量;

4) 预测含税价格=预测金属价格×5 年加权平均比例; 其中, 比例=历史产品含税价格/历史金属价格;

5) 单位成本=销售成本/销量, 2023-2025 年为预测值;

6) 参考历史数据, 假设 2023-2025 年销量=产量, 收入=销量×含税价格/1.13, 毛利=收入-销量×单位成本, 毛利率=毛利/收入

基于上述背景, 公司有望经营改善, 踏上量价齐升的增长快车道。我们预计 2023/2024/2025 年公司分别实现归母净利润 8.48/13.15/15.27 亿元, 增幅达到 88.08%、54.97%、16.11%; 分别对应 EPS 为 0.51/0.79/0.92 元, 分别对应 PE 为 29.00、18.72、16.12。

选取我国 4 家以黄金矿山采选为主要业务的上市公司作为赤峰黄金的可比公司, 以作为估值参考。公司拥有较为优秀的资源禀赋, 同时伴随内部经营拥有改善预期、黄金产量

具有上行动力，未来增长前景良好。基于此，公司当前市值对应 2023-2025 年 PE 低于可比公司均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表12: 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			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600988.SH	赤峰黄金	246.09	0.27	0.51	0.79	0.92	54.55	29.00	18.72	16.12
均值	-	-	0.30	0.49	0.61	0.75	44.47	31.91	24.89	19.82
600547.SH	山东黄金	1134.01	0.28	0.52	0.68	0.86	68.80	49.05	37.50	29.39
600489.SH	中金黄金	539.51	0.44	0.60	0.69	0.73	18.75	18.53	16.14	15.21
000975.SZ	银泰黄金	368.75	0.40	0.58	0.71	0.83	27.26	23.08	18.81	15.93
1818.HK	招金矿业	375.44	0.07	0.28	0.39	0.56	63.09	36.99	27.10	18.74

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, 赤峰黄金预测数据来自浙商证券研究所

注2: 市值参考日期为 2023 年 7 月 23 日

5 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。

公司降本增效效果不及预期。矿山品位变化和人员管理存在一定的不确定性。若后续公司降本增效的效果不及预期，可能会影响公司的利润释放。

公司黄金产量增长不及预期。若后续公司各矿山扩产、技改的效果不及预期，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。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,109	4,370	5,382	6,753
现金	1,285	1,467	2,236	3,394
交易性金融资产	49	70	93	117
应收账款	369	244	125	83
其它应收款	53	85	75	93
预付账款	100	98	111	122
存货	2,165	2,313	2,638	2,835
其他	89	94	103	109
非流动资产	13,435	17,028	20,787	24,286
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	358	363	383	454
固定资产	5,185	5,510	5,517	4,994
无形资产	6,733	9,668	13,057	16,656
在建工程	677	862	1,066	1,270
其他	482	625	764	913
资产总计	17,544	21,398	26,170	31,039
流动负债	3,280	4,209	5,067	6,007
短期借款	488	1,338	1,899	2,544
应付款项	851	820	837	900
预收账款	0	0	0	0
其他	1,940	2,051	2,332	2,563
非流动负债	6,856	8,922	11,356	13,568
长期借款	1,514	3,514	5,814	7,883
其他	5,342	5,408	5,542	5,686
负债合计	10,136	13,131	16,423	19,575
少数股东权益	2,221	2,305	2,435	2,586
归属母公司股东权益	5,188	5,962	7,311	8,878
负债和股东权益	17,544	21,398	26,170	31,039

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,267	7,621	9,005	9,970
营业成本	4,472	4,928	5,393	5,885
营业税金及附加	284	345	405	449
营业费用	1	4	5	5
管理费用	502	549	630	698
研发费用	28	15	18	15
财务费用	137	144	283	403
资产减值损失	(42)	(41)	(32)	(36)
公允价值变动损益	(12)	(70)	(20)	(15)
投资净收益	62	76	90	50
其他经营收益	4	8	5	5
营业利润	852	1,609	2,316	2,521
营业外收支	(30)	(29)	(22)	(17)
利润总额	822	1,580	2,294	2,504
所得税	328	648	849	826
净利润	494	932	1,445	1,678
少数股东损益	43	84	130	151
归属母公司净利润	451	848	1,315	1,527
EBITDA	2,318	3,897	5,529	6,542
EPS (最新摊薄)	0.27	0.51	0.79	0.92

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	65.67%	21.61%	18.16%	10.71%
营业利润	14.12%	88.82%	43.88%	8.88%
归属母公司净利润	-22.57%	88.08%	54.97%	16.11%
获利能力				
毛利率	28.64%	35.33%	40.12%	40.97%
净利率	7.20%	11.13%	14.60%	15.31%
ROE	8.70%	14.23%	17.98%	17.20%
ROIC	5.65%	7.36%	8.87%	8.51%
偿债能力				
资产负债率	57.77%	61.37%	62.76%	63.07%
净负债比率	136.82%	158.86%	168.51%	170.76%
流动比率	1.25	1.04	1.06	1.12
速动比率	0.54	0.44	0.50	0.61
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.39	0.38	0.35
应收账款周转率	31.80	24.89	48.86	95.79
应付账款周转率	7.89	6.91	6.87	6.78
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.51	0.79	0.92
每股经营现金	0.66	1.86	2.80	3.48
每股净资产	3.12	3.58	4.39	5.34
估值比率				
P/E	54.55	29.00	18.72	16.12
P/B	4.74	4.13	3.37	2.77
EV/EBITDA	13.53	6.68	5.11	4.58

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,090	3,098	4,665	5,792
净利润	494	932	1,445	1,678
折旧摊销	1,375	2,172	2,953	3,635
财务费用	149	182	327	470
投资损失	(62)	(76)	(90)	(50)
营运资金变动	(924)	(210)	(42)	(7)
其它	57	97	73	66
投资活动现金流	(3,984)	(5,719)	(6,663)	(7,119)
资本支出	(1,904)	(5,762)	(6,710)	(7,074)
长期投资	(356)	(27)	(44)	(95)
其他	(1,725)	71	90	50
筹资活动现金流	2,225	2,812	2,767	2,485
短期借款	488	850	560	645
长期借款	1,514	2,000	2,300	2,069
其他	223	(38)	(93)	(229)
现金净增加额	(655)	182	769	1,157

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>