



赤峰黄金 (600988.SH)

买入(首次评级)

当前价格: 17.85元

目标价格: 30.47元

国际化黄金生产商，提产降本仍可期

投资要点:

国内矿山品质优秀，成本优势明显。截止2023年底公司拥有黄金资源453.9吨，权益300吨，平均品位3.58克/吨。其中，国内拥有黄金资源量43.1吨，计算平均品位8.2克/吨，2023年克金销售成本152.7元/克，成本优势显著。国内矿山“建大矿、上规模”，吉隆矿业撰山子金矿改扩建新增18万吨/年金矿石选矿项目预计2024年投产，五龙矿业选矿3000吨/日产能爬坡，溪灯坪金矿正式投产，产量快速提升。

海外矿山降本增效可期。海外矿山提产降本，Sepon金矿Discovery采区地下开采项目投产，预计可补充地下开采矿石30万吨，2023年万象矿业黄金单位现金成本同比下降5.9%；Wassa金矿开拓开拓242和B-Shoot南延区两个井下采区，提升采矿能力，力争建设年产不低于10吨的大型黄金矿山。

管理层矿业管理经验丰富，积极并购打造国际化黄金生产商。董事长拥有丰富的矿业领域管理经验，曾历任山东黄金董事长、紫金矿业总裁，2013-2016年在紫金任职期间主导了多个海外矿山并购项目，自加入赤峰黄金以来，推动了公司对Sepon和Wassa矿的并购，打造国际化大型黄金矿商，2023年黄金产量突破10吨。

黄金价格有支撑，低估黄金标的拥有业绩弹性。美联储加息尾声叠加避险需求，黄金长线趋势不改，价格仍有支撑。公司市值产量比和市值资源量比处于上市公司相对低位，黄金低估个股，在价格上行周期中业绩弹性更高。

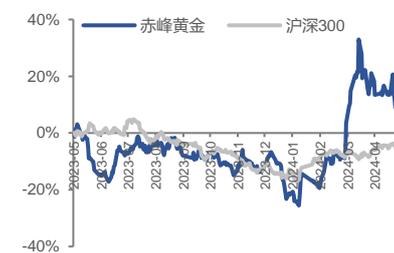
盈利预测与投资建议：预计公司2023-2025年归母净利润为16.9/23.0/25.4亿元，对应当前股本EPS为1.02/1.38/1.53元/股，对应当前收盘价PE为17/13/11倍。考虑到公司黄金增长潜力以及成本下降有望带来业绩释放，2024年给予公司30XPE估值，对应目标价格30.47元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：金属价格变化不及预期；在建产能释放不及预期的风险；成本下降不及预期影响公司业绩释放的风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1664/1664
总市值/流通市值(百万元)	29701/29701
每股净资产(元)	3.77
资产负债率(%)	52.52
一年内最高/最低(元)	20.95/11.73

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆

执业证书编号: S0210522090001

邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,267	7,221	9,548	11,293	12,365
增长率	66%	15%	32%	18%	9%
净利润(百万元)	451	804	1,690	2,302	2,543
增长率	-23%	78%	110%	36%	10%
EPS(元/股)	0.27	0.48	1.02	1.38	1.53
市盈率(P/E)	65.8	36.9	17.6	12.9	11.7
市净率(P/B)	5.7	4.8	3.4	2.7	2.2

数据来源:公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

量：根据公司项目进展，国内黄金矿山扩产项目陆续投产，假设海外黄金矿山降本增效，2024-2026 年公司矿产金销量 16.1/18.6/20.5 吨；电解铜销量 0.53/0.5/0.5 万吨；假设瀚丰矿业扩产项目 2024 年 6 月份投产，2024-2026 年锌精矿销量 2.6/3.4/3.8 万吨。

价：降息周期贵金属价格偏强，假设 2024-2026 年黄金价格分别为 540/560/560 元/克；铜宏观共振，假设 2024-2026 年铜价格分别 7.5/7.8/8.0 万元/吨；锌精矿价格分别为 1.74/1.74/1.74 万元/吨。

利：国内黄金矿山成本优势显著，假设海外矿山降本增效效果明显，预计 2024-2026 年公司黄金板块毛利率分别为 45.6%/48.2%/48.4%；电解铜毛利率分别 25.7%/28.5%/30.3%；假设瀚丰矿业扩产项目如期投产，产能提升降低产品成本，预计 2024-2026 年锌精粉毛利率 34.6%/38.9%/38.9%。

我们区别于市场的观点

海外矿山成本下降不及预期，市场担忧增收不增利情景再现。我们认为，公司 2023 年业绩已经明显改善，未来增长依托国内外双重发力，增长点并不单一：1) 国内黄金矿山资源品质优异，五龙矿业、撰山子、红花沟等矿山黄金品位高达 7.5、13.6、7.3 克/吨，2023-2024 年扩产项目陆续投产，低成本黄金产量增加；2) 海外矿山成本下降仍可期，2023 年受暴雨影响成本仍有下降，未来 Sepon 和 Wassa 金矿地下采矿产能提升，叠加公司发力降本增效举措，有望带动成本下降；3) 美联储加息尾声叠加避险需求，金价走势偏强，助力公司业绩释放。

股价上涨的催化因素

全球央行购金持续带动金价大涨；公司提质增效效果明显，黄金成本下降带来业绩释放超预期。

估值与目标

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 16.9/23.0/25.4 亿元，对应当前股本 EPS 为 1.02/1.38/1.53 元/股，对应当前收盘价 PE 为 17/13/11 倍。考虑到公司黄金增长潜力以及成本下降有望带来业绩释放，2024 年给予公司 30XPE 估值，对应目标价格 30.47 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

金属价格变化不及预期；在建产能释放不及预期的风险；成本下降不及预期影响公司业绩释放的风险

正文目录

1	快速成长的国际化黄金生产商	5
1.1	以金为主，迈向国际	5
1.2	黄金资源和产量快速增长	6
1.3	高速发展和高质量发展并进，成本下降可期	8
1.4	员工持股和股权激励，核心利益一致	10
2	国内资源仍有潜力，海外矿山并购继续推进	11
2.1	国内黄金矿山资源禀赋优秀，“建大矿、上规模”	11
2.2	海外资源布局加速，扩产+降本改善利润	14
2.3	低估黄金标的，市值资源量比处于行业低位	19
2.4	非金矿山：瀚丰矿业，锌铅铜钼多金属矿山	19
3	联储加息尾声叠加避险需求，贵金属价格有支撑	20
4	盈利预测和投资建议	22
4.1	核心假设	22
4.2	盈利预测	22
4.3	估值及投资建议	23
5	风险提示	24

图表目录

图表 1:	公司发展历程	5
图表 2:	公司股权结构及主要控股/参股企业	6
图表 3:	公司下辖主要矿山分布	6
图表 4:	公司资源储量	7
图表 5:	黄金产量快速增长/吨	8
图表 6:	黄金营收驱动增长/(亿元)	8
图表 7:	2023 年利润改善明显/(亿元)	8
图表 8:	黄金贡献主要毛利/亿元	9
图表 9:	主要产品毛利率	9
图表 10:	矿产金单位销售成本/(元/克)	9
图表 11:	公司矿产金成本对比/(元/克)	9
图表 12:	资产负债率小幅下降	10
图表 13:	2023 年期间费用率下降	10
图表 14:	主要子公司净利润/亿元	10
图表 15:	主要子公司净利率	10
图表 16:	员工持股计划	11
图表 17:	吉隆矿业采区分布	12
图表 18:	吉隆矿业净利润/亿元	12
图表 19:	五龙矿业 5G 数字化平台	13
图表 20:	五龙矿业净利润/亿元	13
图表 21:	溪灯坪资源储量	14
图表 22:	金矿资源量	14
图表 23:	铜矿资源量	14
图表 24:	Sepon 铜金矿储资源位置图	15
图表 25:	2023 年度 Sepon 黄金单位成本/(美元/盎司)	16
图表 26:	Wassa 金矿资源量	16
图表 27:	金星瓦萨“双万计划”措施	17



图表 28: 2023 年度 Wassa 金矿黄金单位成本/(美元/盎司)	18
图表 29: Abujar 金矿资源量	18
图表 30: 市值产量比/(吨,亿元/吨)	19
图表 31: 市值资源量比/(吨,亿元/吨)	19
图表 32: 东风探矿权资源量	20
图表 33: 美债收益率与黄金价格/(%,美元/盎司)	20
图表 34: 核心 CPI 持续回落	21
图表 35: 美联储点阵图显示年内仍有降息可能	21
图表 36: 长短美债继续倒挂/%	21
图表 37: 美国一般政府债务债务占 GDP 比重	21
图表 38: 央行购金量/吨	22
图表 39: 盈利预测	23
图表 40: 可比公司估值	24
图表 42: 财务预测摘要	25

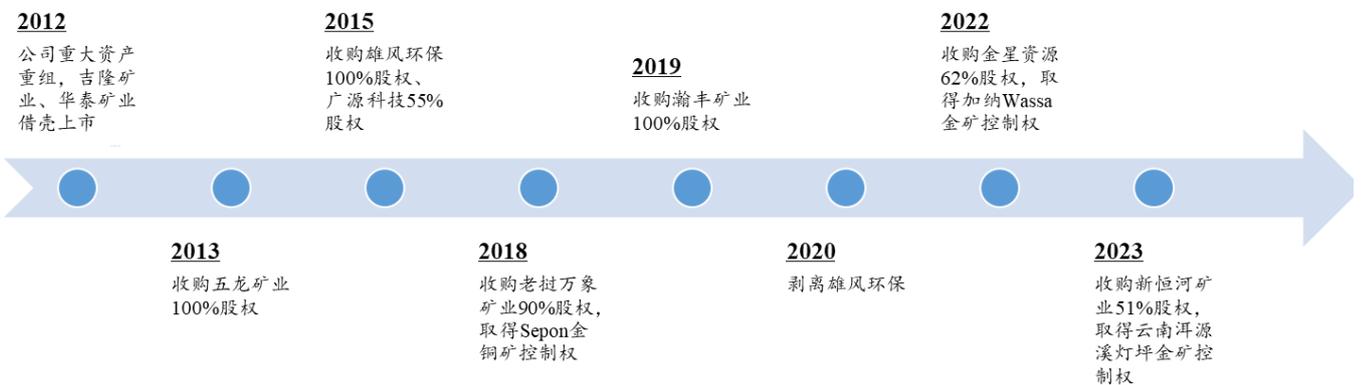
1 快速成长的国际化黄金生产商

1.1 以金为主，迈向国际

赤峰黄金吉隆矿业、华泰矿业成立于2005年，分别拥有撰山子金矿和红花沟金矿；2012年借壳ST宝龙实施重大资产重组，并于上交所上市；2013-2019年，公司先后完成对五龙黄金、雄风环保、广源科技、万象矿业、瀚丰矿业的收购，业务布局扩张至金、铜、铅锌多品类并举和资源综合回收利用业务的双面格局。

2020年，公司贯彻“以金为主”战略，对非矿子公司雄风环保进行剥离；2022-2023年，公司完成对金星资源的收购获得加纳的Wassa金矿的控制权，并收购新恒河矿业51%股权取得云南溪灯坪金矿控制权，进一步拓展国际化布局、提高资源储备；2023年公司与厦门钨业成立合资公司赤金厦钨在老挝积极推进稀土资源新项目申请。

图表 1：公司发展历程



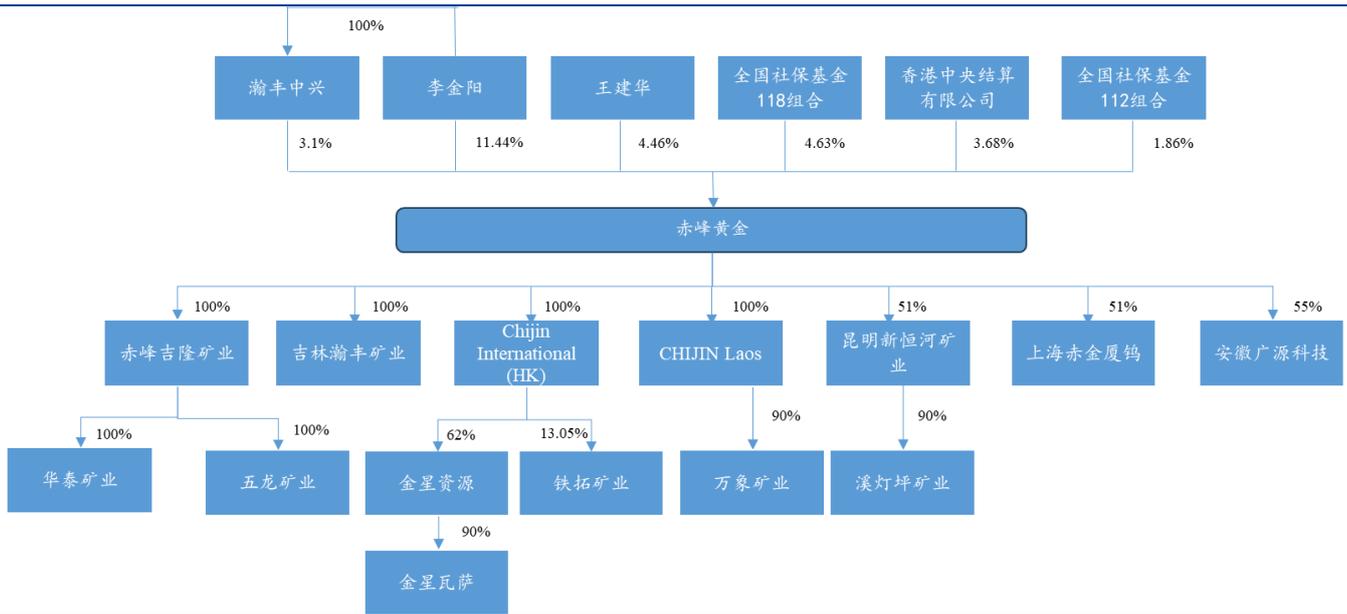
数据来源：公司官网、华福证券研究所

实控人李金阳女士及其一致行动人持股 14.54%，董事长王建华持股 4.46%。

截至 2024Q1，公司控股股东及实际控制人李金阳女士直接持有公司 11.44% 股份，同时李金阳女士与瀚丰中兴为一致行动人，合计持有公司 14.54% 股份；

董事长王建华先生拥有丰富的矿业领域管理经验，曾历任山东黄金董事长、紫金矿业总裁，2013-2016 年在紫金任职期间主导了多个海外矿山并购项目，矿山管理和并购经验丰富。自加入赤峰黄金以来，推动了公司对 Sepon 和 Wassa 矿的并购，2020 年通过协议转让持有公司 5.9% 股权，截止 2024Q1 共持有公司 4.46% 股权。

图表 2：公司股权结构及主要控股/参股企业



注：截止 2024 年 3 月 31 日
数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

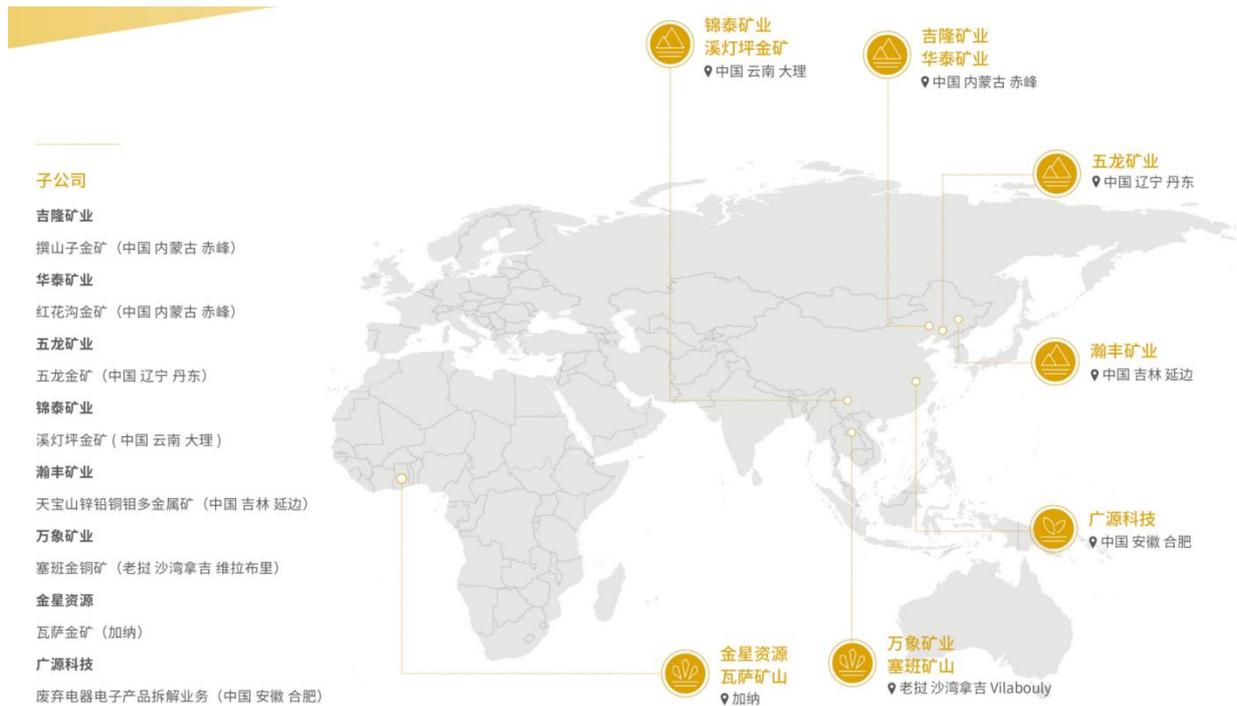
1.2 黄金资源和产量快速增长

公司所属矿业子公司均为探矿、采矿、选矿一体化的矿山企业，主营业务为黄金、有色金属采选业务，产品涵盖金锭/合质金、铜精矿/电解铜、锌精矿、铅精矿、钼精矿等。

国内业务：吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务，公司境内黄金矿业企业主要产品为黄金金锭，主要客户为上海黄金交易所会员；瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务，主要产品包括锌精粉、铅精粉（含银）、铜精粉（含银）和钼精粉；广源科技属资源综合回收利用行业，主要从事废弃电器电子产品处理业务。

海外矿山：老挝万象矿业拥有 Sepon 铜金矿，目前主要从事金、铜矿开采和冶炼，产品主要为含金 30-80%、含银 20-70%的合质金和电解铜；加纳金星资源主要从事黄金采选业务，主要产品为含量 80%以上的合质金，产品委托给通过招标方式确定的大型黄金精炼厂销售；另外，公司 2023 年公司通过全资子公司赤峰香港摘牌铁拓矿业股权，合计持有 13.05%，铁拓矿业主要资产为西非科特迪瓦 Abujar 金矿，持有其 88%股权。

图表 3：公司下辖主要矿山分布



子公司

- 吉隆矿业
- 撰山子金矿 (中国 内蒙古 赤峰)
- 华泰矿业
- 红花沟金矿 (中国 内蒙古 赤峰)
- 五龙矿业
- 五龙金矿 (中国 辽宁 丹东)
- 锦泰矿业
- 溪灯坪金矿 (中国 云南 大理)
- 瀚丰矿业
- 天宝山铀铅铜铝多金属矿 (中国 吉林 延边)
- 万象矿业
- 塞班金铜矿 (老挝 沙湾拿吉 维拉布里)
- 金星资源
- 瓦萨金矿 (加纳)
- 广源科技
- 废弃电器电子产品拆解业务 (中国 安徽 合肥)

数据来源：公司官网、华福证券研究所

公司黄金资源量 454 吨，权益资源量 300 吨，平均品位 3.57 克/吨。目前，公司旗下矿山共计拥有资源储量：金 454 吨（国内 80 吨、海外 374 吨），对应权益量 300 吨（国内 72 吨、海外 228 吨）；铜 48 万吨；锌 55 万吨；铅 2.6 万吨；钼 7.8 万吨。黄金平均品位 3.57 克/吨，其中，国内矿山五龙矿业黄金品位可达到 7.77 克/吨、撰山子金矿 10.18 克/吨、华泰矿业红花沟金矿 7.01 克/吨，均处于行业较高水平。

图表 4：公司资源储量

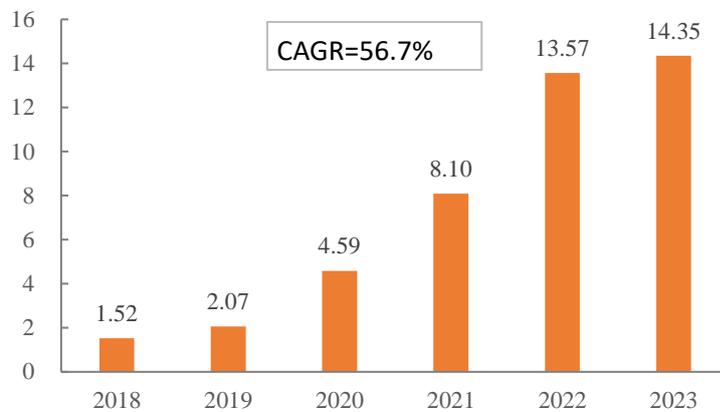
矿山名称	权益	主要品种	类别	矿石资源量 / 百万吨	品位 / (克/吨, %)	年产量 / 万吨	黄金资源量 / 吨
五龙矿业	100%	黄金	探明+控制+推断	3.04	7.77	10	23.6
吉隆矿业撰山子金矿	100%	黄金	探明+控制+推断	1.53	10.18	18	15.6
华泰矿业红花沟金矿	100%	黄金	探明+控制+推断	3.81	7.01	18.89	26.7
万象矿业 Sepon 金铜矿	90%	黄金	探明+控制+推断	15	3.7	300	55.5
		铜	探明+控制+推断	58	0.8	150	
		稀土	控制+推断	71.71	0.045		
金星 Wassa	55.8%	黄金	探明+控制+推断	92.8	3.43	270	318.3
瀚丰矿业立山矿	100%	锌	探明+控制+推断	19.95	2.77	60	
		铜	探明+控制+推断		0.08		
		铅	探明+控制+推断		0.13		
瀚丰矿业东风矿	100%	钼	探明+控制+推断	65.36	0.12	9.9	
新恒河矿业溪灯坪	45.9%	金	探明+控制+推断	11.05	1.28	14	14.1
合计				127.2			453.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

2023年矿产金产量14.35吨，2018-2022年复合增长率达56.7%。公司自2018年收购海外资源后，黄金产量大幅增长，2022年金星资源并购，矿产金产量首次突破10吨达到13.6吨，2023年进一步增加到14.35吨，2018-2022年实现复合增长率56.7%；2023年，公司实现电解铜产量6,485吨、铜精矿1,439吨，铅精粉2,716吨、锌精粉1.13万吨，钼精矿206吨。

2024年公司预算产销量，金16.02吨、电铜5,300吨，铜铅锌精粉3.58万吨、钼精矿600吨。

图表5：黄金产量快速增长/吨



数据来源：公司公告、华福证券研究所

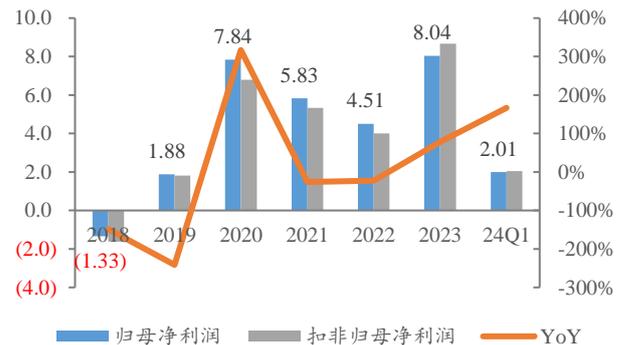
1.3 高速发展和高质量发展并进，成本下降可期

并购加速，黄金板块驱动增长。公司通过资源并购，营收规模大幅提升，2019年突破60亿元；2020年对雄风环保剥离，叠加老挝万象矿业转向主要生产黄金导致铜产量下降，营收规模和利润均有所下降；2023年受益于资源的持续并购以及黄金量价齐升，公司实现营业规模再创新高，达到72.2亿元，同比增加15.2%。公司实现归母净利润8.0亿元，同比增加78.2%。

图表6：黄金营收驱动增长/(亿元)



图表7：2023年利润改善明显/(亿元)



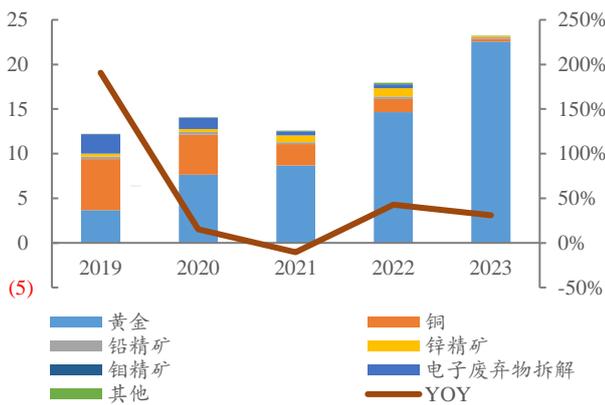
数据来源: Wind、华福证券研究所

数据来源: Wind、华福证券研究所

黄金贡献主要毛利，海外矿山降本明显。2023 年公司实现毛利 17.95 亿元，同比增加 42.7%，其中黄金板块实现毛利 22.56 亿元，同比增加 53.9%；公司实现毛利率 32.6%，同比提升 3.9pct，其中黄金板块毛利率 35.7%，同比提升 8.1pct。综合矿产金销售成本，2023 年 280 元/克，同比增加 3.1 元/克。

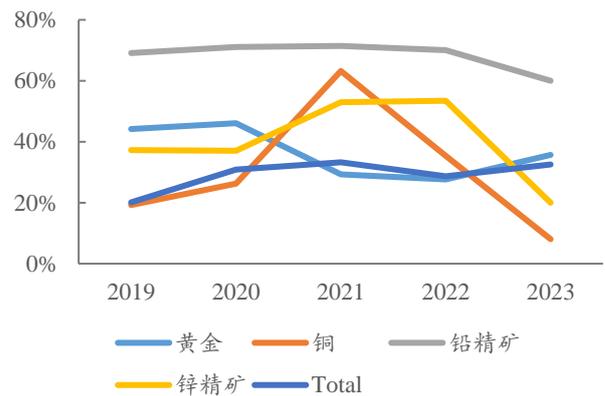
万象矿业通过精简人员，在选厂回收率、原材料单耗、设备使用率等方面技术创新等，23 年黄金单位全维持成本 (AISC) 同比下降 5.7%；金星瓦萨通过数据分析并制定了降本行动计划，23 年单位黄金全维持成本同比下降 8.5%；国内矿山方面，加强资源开发“三率”管理，完善采购、销售管理，控制非必要资本开支和非生产性支出，但随着金价上行调整了边界品位，23 年黄金销售成本小幅增加 1.1%、现金成本增加 1.8%、AISC 下降 12.0%。

图表 8: 黄金贡献主要毛利/亿元



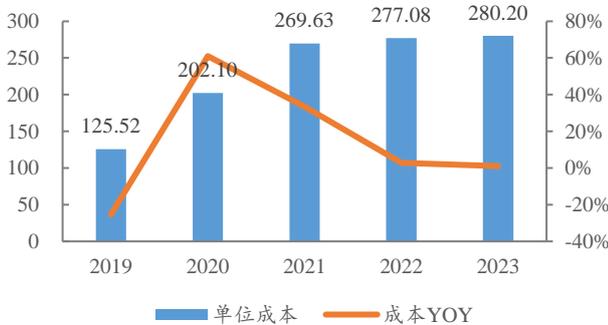
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 9: 主要产品毛利率



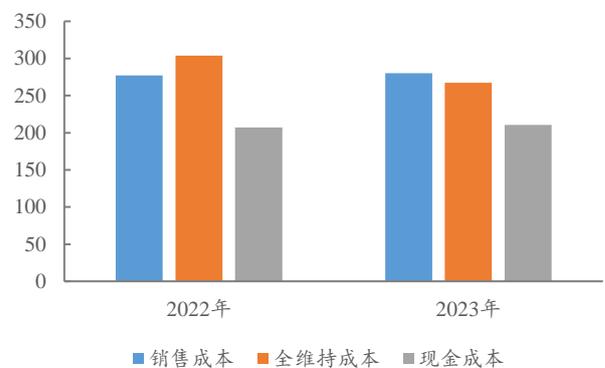
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 10: 矿产金单位销售成本/(元/克)



数据来源: Wind、公司公告、华福证券研究所

图表 11: 公司矿产金成本对比/(元/克)

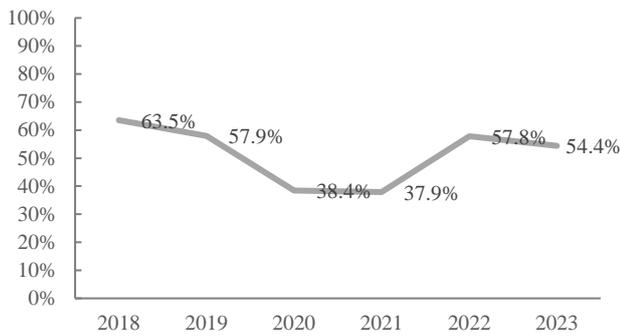


数据来源: Wind、公司公告、华福证券研究所

资产负债率和期间费用率小幅改善。随着公司海外资源并表 22 年资产负债率走高，管理费用和财务费用均有上升，销售费用相对平稳。2022 年在产量高速增长

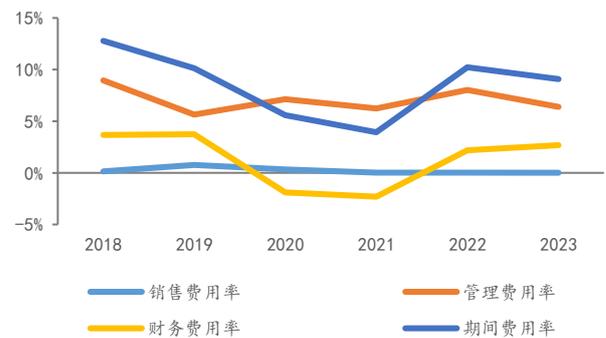
同时，并购溢价产生摊销、为完成并购财务费用增加以及追求产量单一目标中管理的“粗放”导致部分费用阶段性攀高，未来公司将持续落实优化措施，从高速发展向高质量发展迈进。2023年三费期间费用率达到了9.1%，同比下降1.2pct，其中管理费用率7.0%，同比-1.6pct。

图表 12：资产负债率小幅下降



数据来源：Wind、华福证券研究所

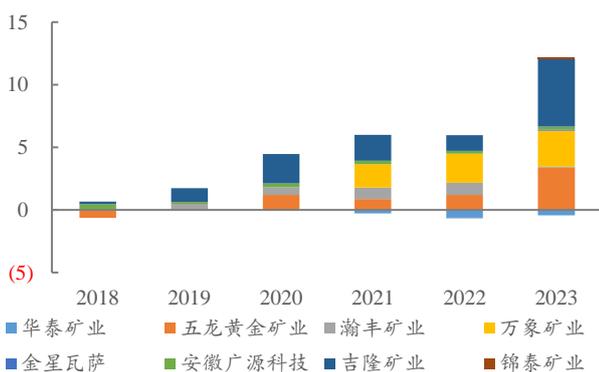
图表 13：2023 年期间费用率下降



数据来源：Wind、华福证券研究所

万象矿业、五龙矿业和吉隆矿业为公司当前主要盈利资产。2023年万象矿业实现净利润2.9亿元，同比增加24.0%；五龙矿业实现净利润3.4亿元，同比增加177.8%；吉隆矿业实现净利润5.4亿元，同比增加333.8%；锦泰矿业实现净利润1.3亿元。瀚丰矿业因技改升级导致盈利水平出现较大回落，2023年实现净利润0.84亿元，同比下降91.3%。

图表 14：主要子公司净利润/亿元



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 15：主要子公司净利率



数据来源：Wind、华福证券研究所

1.4 员工持股和股权激励，核心利益一致

员工持股，两期员工持股计划完成过户，合计持有5,817.3万股，修订考核目标更注重股东回报，倡导“所有者、经营者、劳动者三位一体”的理念。

1) 2021年公司完成第一期员工持股计划过户，公司总计回购股份4,159.8万

股，2023 年对第一期员工持股计划进行了修订，将业绩考核指标改为“公司 2022 年-2024 年金产量累计不低于 43 吨”。

2) 2023 年公司完成第二期员工持股计划过户，公司回购 1,657.5 万股，实际参与认购员工 101 人，业绩考核增加综合考虑各项经营指标，在黄金产量保持增长的基础上，应重点加强成本管控，实现净利润、现金流指标的改善，公司已经发布的第二期员工持股计划将业绩考核指标确定为“实现归属于上市公司股东净利润较上年同期增长达到 30%以上（含）”。

3) 第三期回购截止 2024 年 3 月 1 日已累计回购股份 151.8 万股，支付金额 2.2 亿元。同时，基于对公司未来高质量发展的坚定决心和信心及对公司投资价值的认可，公司部分董事、高级管理人员及其他核心管理人员于 2024 年 2 月 6 日以集中竞价交易方式增持了公司股份，参与本次增持的董事、高级管理人员共 7 人，合计增持 92.41 万股，增持金额近 1,100 万元。

图表 16: 员工持股计划

名称	股份数量 /万股	时间	业绩考核及权益分配
第一期员工持股计划	4,159.8	2021 年	锁定期满后，持有人的标的股票权益将在偿还定向计划的融资本息后，依据 2022 年-2024 年度业绩考核结果分配至持有人。如公司 2022 年-2024 年金产量累计不低于 43 吨（指集团整体产量，“金产量”以公司年度报告产销量情况分析表中“矿产金”产品相关数据为准），本员工持股计划可累计分配的标的股票权益为偿还定向计划融资本息后剩余标的股票权益总额的 100%。
第二期员工持股计划	1,657.5	2023 年	锁定期满后，持有人的标的股票权益依据 2023 年度业绩考核结果分配至持有人。如公司 2023 年度实现归属于上市公司股东净利润较上年同期增长达到 30%以上（含），本员工持股计划可分配全部标的股票权益总额。

数据来源：公司公告、华福证券研究所

2 国内资源仍有潜力，海外矿山并购继续推进

2.1 国内黄金矿山资源禀赋优秀，“建大矿、上规模”

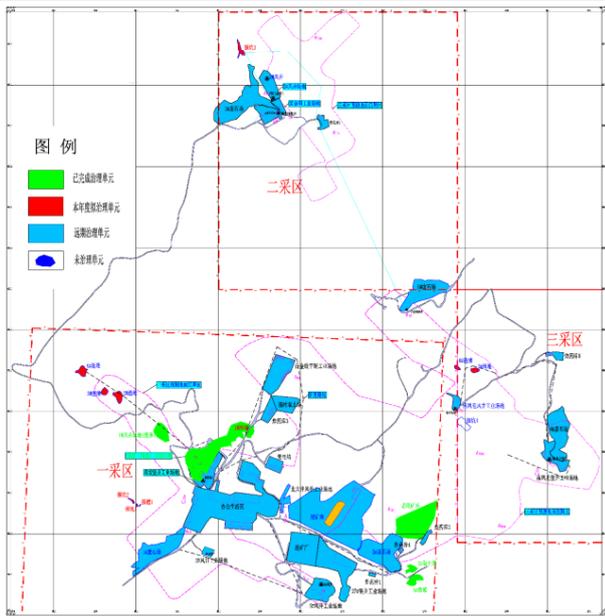
公司国内黄金矿山均为具有采选综合生产能力矿山，主要由吉隆矿业、五龙矿业和华泰矿业运营。截止 2023 年底总计拥有黄金资源量 66 吨，计算平均品位 7.9 克/吨，资源禀赋优秀，探矿增储仍有潜力。2023 年完成新恒河矿业 51%股权收购后，国内黄金资源量预计达到 80 吨，权益量 72.4 吨。

1) 吉隆矿业：主要盈利矿山之一，扩建项目预计 2024 年末达产

吉隆矿业主要负责撰山子金矿运营管理，拥有 1 宗采矿权和 5 宗探矿权，矿权面积约 28 平方公里。撰山子金矿建于 1958 年，地处中国内蒙古赤峰市敖汉旗，是中国最重要的巨型黄金成矿带之一，属于国内少有的高品位富矿床，矿区矿石品位高、采矿难度小、成本低。截止 2023 年拥有矿石资源量 153 万吨，黄金品位达到 10.18 克/吨。2022 年吉隆矿业首次在外围探矿区域经钻探均见到多条新工业矿体，特别是阳坡盲井最深部 8、9、10 中段见到有一定规模、且品位较高矿体，进一步证明该区域深部仍有非常好的资源前景。

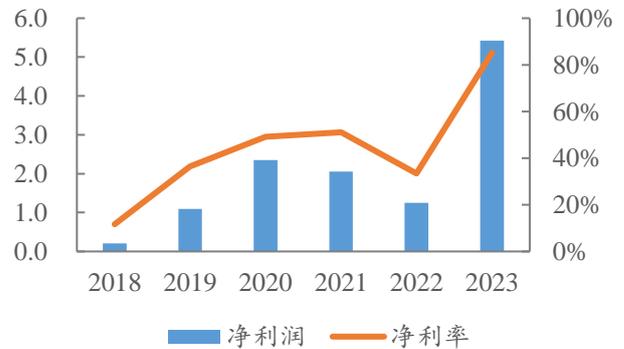
撰山子金矿采用成本较低的削壁充填采矿法进行井下采矿，选矿采用技术领先、更加环保的全泥氰化锌粉置换尾矿去氰工艺，现有选矿厂矿石处理能力 12 万吨/年，改扩建新增 18 万吨/年金矿石选矿项目正在建设中，目前已完成洗涤、破碎车间等主厂房土建工程及尾矿压滤车间土建工程，主厂房各项设备、电缆桥架等均已安装完毕，预计 2024 年 6 月全部建设完成并进入试生产阶段，力争 2024 年末实现 30 万吨/年的采选能力。

图表 17：吉隆矿业采区分布



数据来源：赤峰市敖汉旗政府官网、华福证券研究所

图表 18：吉隆矿业净利润/亿元



数据来源：Wind、华福证券研究所

2) 五龙矿业：矿产量大幅提升，增储仍有潜力

五龙矿业位于中国辽宁省丹东市，前身为冶金工业部五龙金矿，2013 年被赤峰黄金资产重组，现拥有 1 宗采矿权和 2 宗探矿权。截止 2023 年末拥有矿石资源量 304 万吨，黄金品位 7.77 克/吨。为了进一步确认辽东半岛的成矿条件，自然资源部、科技部将五龙金矿矿集区定为重点勘查靶区，初步查明累计见 4 条金矿体、3 条金

矿化体、2条锌矿体、1条锌矿化体，深部见多条岩脉群及含硫硅化蚀变带，在见矿深度和成矿类型上均有新突破，五龙矿业深部及外围区域还有很大的探矿潜力，增储扩产大有可为。

五龙矿业选矿厂设备系统配置达到中国国内前五自动化水平领先，是一座集自动化、智能化为一体的现代化选矿厂，目前已形成选矿能力3000吨/日，2023年上半年日均处理规模已由原1200吨增加至1500吨以上，下半年处理规模将继续提升，自9月起日处理矿石量可达1800-2000吨。公司未来以“建大矿、上规模”思路为主导，聚焦黄金主业，增加矿山储量，实施重点技改工程和智慧化矿山建设，大力降低成本，全面提升产能，加快向国际化矿山转型。

图表 19：五龙矿业 5G 数字化平台



数据来源：公司官网、华福证券研究所

图表 20：五龙矿业净利润/亿元



数据来源：Wind、华福证券研究所

3) 华泰矿业：生产相对稳定

华泰矿业位于内蒙古赤峰市松山区，是内蒙古自治区级绿色矿山，目前拥有6宗采矿权和6宗探矿权，矿权面积约15平方公里，由红花沟、莲花山和彭家沟三个主要矿山组成。其中，红花沟金矿截止2023年拥有矿石资源量381万吨，黄金品位7.01克/吨，折算黄金金属量26.7吨。

4) 新恒河矿业：2023年完成收购，金资源量13.6吨

2022年底公司收购新恒河矿业51%股权，主要标的资产持有洱源锦泰矿业90%股权，拥有洱源县溪灯坪1宗采矿权和1宗探矿权。锦泰矿业探明+控制+推断矿石资源1,029万吨，平均品位1.32克/吨，金金属量13.6吨，2023年增加至14.1吨。

溪灯坪金矿拟开展14万吨/年采选工程，设计采用堆浸-吸附选矿工艺，选矿厂产品为4kg/t的载金炭，截止2023年10月25日，溪灯坪金矿正式投产。同时，公

公司正在办理探转采手续，未来规划选矿处理规模将达到 100 万吨/年，产能和黄金产量将大幅提高。

图表 21：溪灯坪资源储量

矿权	品级	类型	金			伴生银		
			矿石量/万吨	金属量/吨	品位/(g/t)	矿石量/万吨	金属量/吨	品位/(g/t)
采矿权	工业矿	控制	163.1	1.4	0.85			
		推断	92.6	1.1	1.18			
		合计	255.7	2.5	0.97			
探矿权	工业矿	探明	230.7	3.4	1.49	230.7	10.5	4.53
		控制	364.7	4.9	1.34	330.7	15.6	4.71
		推断	177.4	2.8	1.56	119.7	4.7	3.89
		合计	772.8	11.1	1.43	681.1	30.7	4.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

2.2 海外资源布局加速，扩产+降本改善利润

2.2.1 老挝：万象 Sepon 一体两翼并行，降本增效仍可期

老挝最大有色金属矿山 Sepon 铜金矿山。公司 2018 年通过收购 MMGLaos 的全部股份间接持有了万象矿业 90% 股份，老挝政府持有万象矿业剩余 10%，核心资产是 Sepon 铜金矿，拥有 1 宗采矿权和一宗探矿权，享有包括 Sepon 矿区在内的合计 1,000 余平方公里范围内的矿产资源勘探及开采运营的独占权利，交易对价 2.72 亿美元，折人民币 17.79 亿元。截止 2017 年底，Sepon 拥有金资源矿石量 1,100 万吨，平均品位 3.6g/t，其中原生矿品位 3.9%，明显高于地表氧化矿；铜矿石量 2,440 万吨，平均品位 2.0%。

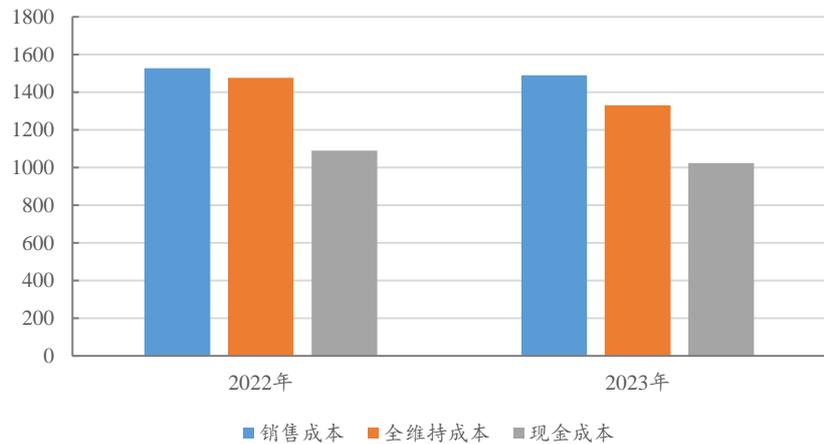
勘探前景广阔，新增中重稀土资源。2022 年万象矿业 22 个项目实施钻探工程，完成钻探 76.6km，圈定矿化量显示出良好的勘探及开发潜力，公司通过更深入、更广泛的视角发现大型矿体，提高资源储量，发掘了塞班矿卡农地下原生铜矿、远西露天氧化金矿和地下原生金矿等六大资源增长项目，截止 2023 年末黄金资源量增至 55.5 吨，平均品位 3.7 克/吨；另外，2022 年探矿权内南部西区 10 平方公里内完成稀土普查工作，查明稀土矿体 2 个，估算获得全相稀土氧化物经济资源量 3.2 万吨，平均品位 0.045%，类型为中重稀土。

图表 22：金矿资源量
图表 23：铜矿资源量

工艺的实验研究，力争实现跨越式发展（两翼）。2021 年公司成立了“塞班 2.5 项目”团队，实现双 POX 全负荷运营，原生矿处理能力提升 60%。

地下开采加紧推进，降低成本仍可期。2022 年 Sepon 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，推动塞班金选矿综合回收率稳步提升，由 2021 年的 50%左右提升至 2022 年的 64%；2023 年 7 月，Discovery 采区地下开采项目已逐步进行生产性采矿进入正式商业运营，预计可补充地下开采矿石 30 万吨，平均品位 4 克/吨以上。收率提升叠加地下开采投产，公司降本仍可期，2023 年万象矿业黄金单位现金成本同比下降 5.9%至 1,024.6 美元/盎司。

图表 25：2023 年度 Sepon 黄金单位成本/（美元/盎司）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

2.2.2 加纳：金星 Wassa 双万计划，打造年产黄金 10 吨以上大型矿山

完成金星资源并购，进军非洲矿业。2021 年 10 月 31 日公司拟通过全资子公司赤金香港以每股 3.91 美元的价格，以现金方式收购金星资源 62%股权，交易对价合人民币 18.62 亿元，2022 年 1 月完成交割。金星资源在 Wassa 共持有 3 宗采矿租约和 3 宗探矿权证，公司目前持有核心矿山 Wassa 金矿 90%股份，另外 10%由加纳政府持有，截至 2020 年 12 月 31 日，共有资源量 1,172 万盎司（364.8 吨），平均品位 3.53 克/吨，其中探明+控制的资源量为 353.7 万盎司（110 吨），折每吨黄金评估市值 91.5 万元/吨。

图表 26：Wassa 金矿资源量

资源量级别	矿石量/百万吨	品位/ (克/吨)	金属量/吨
探明	5.9	4.45	26.3
控制	23.37	3.59	83.9
推断	74.02	3.44	254.6
合计	103.29	3.53	364.8

注：收购时评估，截止 2020 年 12 月 31 日
数据来源：公司公告、华福证券研究所

积极推进地下采矿和选厂扩建，力争三至五年内黄金产量不低于 10 吨。收购时 Wassa 矿山主要以露天开采为主，2017 年开始转入地下矿开采，现在以地下和露天相结合的开采方式，选厂拥有年处理能力为 270 万吨，主要产品为含量 80% 以上的合质金，产品通过招标方式确定大型黄金精炼厂销售，定价基准为伦敦金银市场协会现货黄金定盘价。因采矿能力不足，2020 年选厂利用率只有 70-80%，主采区稳定生产的同时开拓 242 和 B-Shoot 南延区两个井下采区，计划年采选能力提升至 330 万吨。2022 年公司制定了“日选矿石 1 万吨，年产黄金 1 万公斤”的“双万计划”，力争三至五年内将金星瓦萨打造成年产不低于 10 吨的大型黄金矿山。

图表 27：金星瓦萨“双万计划”措施

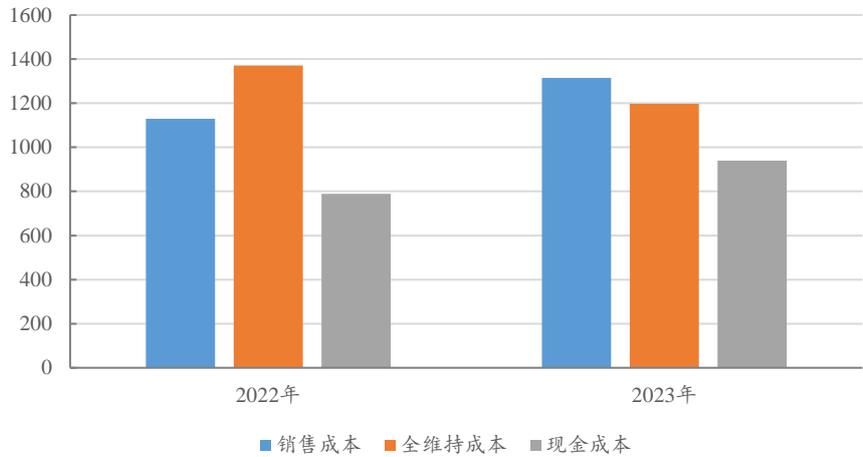


数据来源：公司公告、华福证券研究所

成本改善可期，金属流协议第一阶段完成进度 67.6%。2023 年金星瓦萨对各部门详细成本和消耗数据进行分析并制定了相应的降本行动计划，确定了 50 多项降本举措，同时随着地下采矿工程加快推进，矿石品位稳定潜力，自动化、机械化助力减员潜力，降本增效、自由现金流改善的潜力均将逐渐显现，但因暴雨影响产量导致成本表现不及预期；其次，影响公司利润的金属流协议第一阶段 24 万盎司交付义务，截止 2023 年 12 月已完成交付 17.0 万盎司（70.9%），第二阶段公司履行交付

义务的产量占比将从 10.5%降至 5.5%。

图表 28：2023 年度 Wassa 金矿黄金单位成本/（美元/盎司）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

2.2.3 科特迪瓦：铁拓 Abujar 投产运营，带来业绩新增长

公司全资子公司赤金香港于 2022 年 9 月与 Tietto Minerals Limited 签署《股份增发协议》，以每股 0.58 澳元的价格现金认购 8,500 万股新增发的公司普通股，约占其增发后已发行股份的 7.90%，折人民币 2.3 亿元。铁拓矿业主要资产是西非科特迪瓦阿布贾（Abujar）金矿，持有其 88% 股权，科特迪瓦政府持有 10% 股权，当地合作方持有 2% 股权，该金矿由三个连接在一起的探矿权和包裹在中部的一个采矿权组成，保有符合 JORC 标准的资源量 104.2 吨，平均品位 1.2 克/吨，此次收购交易对价折每吨黄金评估市值 3,196 万元/吨。目前仍在继续加密钻探提升储量以及资源量级别，截止 2023 年 6 月，根据招金矿业公告，共拥有资源量 383 万盎司，折 119 吨。

图表 29：Abujar 金矿资源量

矿体	类型	探明			控制			推断			总计		
		矿石量	品位	金金属	矿石量	品位	金金属	矿石量	品位	金金属	矿石量	品位	金金属
		百万吨	克/吨	Moz	百万吨	克/吨	Moz	百万吨	克/吨	Moz	百万吨	克/吨	Moz
AG	露天	12.3	1.2	0.5	29	1.3	1.2	15.6	1.5	0.7	56.9	1.3	2.42
APG	露天				9.5	0.8	0.2	30.8	0.7	0.7	40.3	0.7	0.93
SG	露天							5.5	0.8	0.1	5.5	0.8	0.14
APG-ex	露天							21.2	0.5	0.3	21.2	0.5	0.34
总计		12.3		0.5	38.5		1.4	73.1		1.8	123.9	1	3.83

注：截止 2023 年 6 月

数据来源：招金矿业公告、华福证券研究所

阿布贾金矿已于 2023 年 1 月投产试运营，并已于 2023 年 7 月正式商业运营。

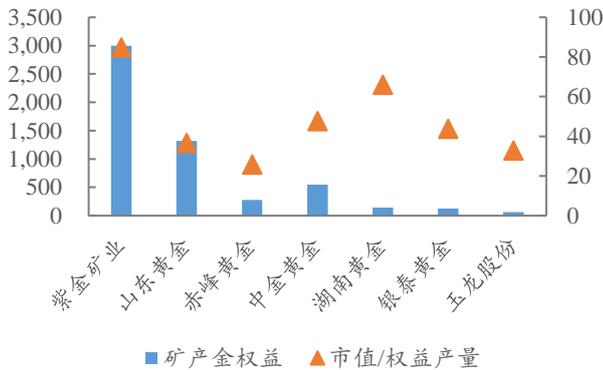
2023 年铁拓矿业共处理矿石 315.1 万吨，产出黄金 2.64 吨，处理量及产量于 2024Q1 年进一步提升至 123.2 万吨矿石及月产 1.15 吨黄金。根据原计划，项目平

均年产黄金产量 4.82 吨，全维持成本 832 美元/盎司。

2.3 低估黄金标的，市值资源量比处于行业低位

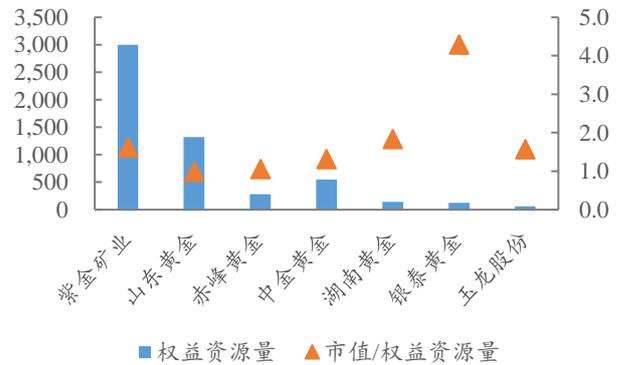
市值产量比可以衡量公司业绩价格弹性，金价上涨周期中，比值相对较小则拥有更高的弹性，根据 2024 年 5 月 29 日市值计算，赤峰黄金具有更小的市值/权益产量比，为 25.8 亿元/吨；以单位黄金市值资源量比计算，同样处于相对低估状态，市值/权益资源量比为 1.06 亿元/吨。

图表 30：市值产量比/(吨,亿元/吨)



注：数据更新至 2024 年 5 月 29 日
数据来源：Wind、各公司公告、华福证券研究所

图表 31：市值资源量比/(吨,亿元/吨)



注：数据更新至 2024 年 5 月 29 日
数据来源：Wind、各公司公告、华福证券研究所

2.4 非金矿山：瀚丰矿业，锌铅铜钼多金属矿山

瀚丰矿业为锌铅铜钼多金属矿业企业，前身为天宝山矿务局，由赤峰黄金于 2019 年以非公开发行股份的方式收购，拥有 2 宗采矿权和 1 宗探矿权，主要产品包括锌精粉、铅精粉（含银）、铜精粉（含银）和钼精粉，2023 年实现锌铅产量分别 1.13 和 0.27 万吨，钼精矿产量 206 吨。

立山采矿权，拥有矿石资源量 1,580 万吨，其中锌品位 3.43%、铜 0.17%、铅 0.18%，拥有采矿规模 16.5 万吨/年。在建“天宝山铅锌矿立山矿扩建项目”完成后将提升至 60 万吨/年，原计划 2024 年 6 月前正常投产。

东风采矿权，拥有矿石资源量 489.9 万吨，钼平均品位 0.15%，证载采矿规模 9.9 万吨/年。其中，铅锌采矿区 4.95 万吨/年，但剩余服务年限较短；钼采矿权 4.95 万吨/年，2023 年 8 月开始技改，10 月份开始试生产运行，计划 2024 年钼精矿产量达到 600 吨。

东风探矿权，根据 2018 年《吉林省龙井市天宝山铅锌矿区东风钼矿深部（250 米标高以下）普查报告》，拥有钼矿资源量 1.94 万金属吨、平均品位 0.12%。

图表 32：东风探矿权资源量

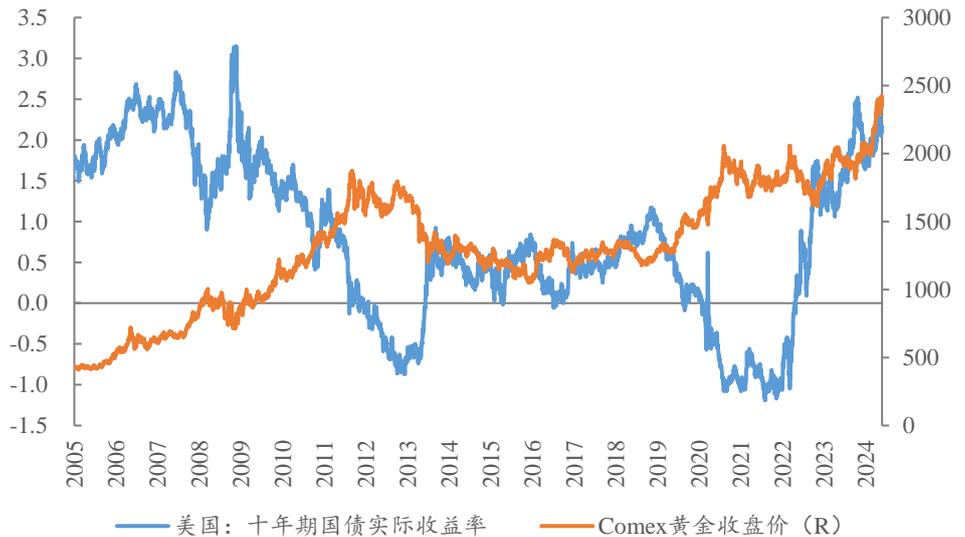
矿种	矿产组合	类别	矿石量/万吨	金属量/吨	平均品位/%
铜	主矿产	333	987	12,936.68	0.131
		334	618	6,466.98	0.105
		合计	1,605	19,403.66	0.121

注：数据截止 2017 年 12 月 31 日
数据来源：公司公告、华福证券研究所

3 联储加息尾声叠加避险需求，贵金属价格有支撑

黄金与美债收益率高度负相关，避险属性主导因素走强。黄金金融属性核心影响因素是作为贵金属的避险需求，以及与长期美债实际利率和美元指数的负相关性，因避险需求通常较难预测，长期美债实际利率和美元指数走势则成为分析黄金价格的核心因素。2018-2021 年间，美债收益率的每一次上升都伴随着金价的下跌，展现出高度负相关性；2022-2023 年出现阶段性钝化，黄金避险属性主导，也出现了与美债收益率齐上涨的情形，定价锚开始向避险和货币属性倾斜。

图表 33：美债收益率与黄金价格/(%,美元/盎司)



数据来源：Wind、华福证券研究所

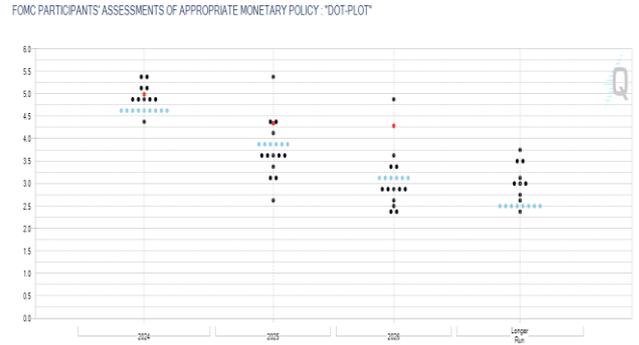
美联储加息尾声，长期美债收益率和美元上方空间有限，但短期博弈加剧。核心 CPI 持续回落，通胀逐渐放缓，美联储加息进入尾声，但短期关于降息时点和次数的交易博弈加剧，根据最新的点阵图显示，2024 年目标利率水平 5.0-5.25%，预期年内降息次数降为 1 次。

图表 34: 核心 CPI 持续回落



数据来源: Wind、华福证券研究所

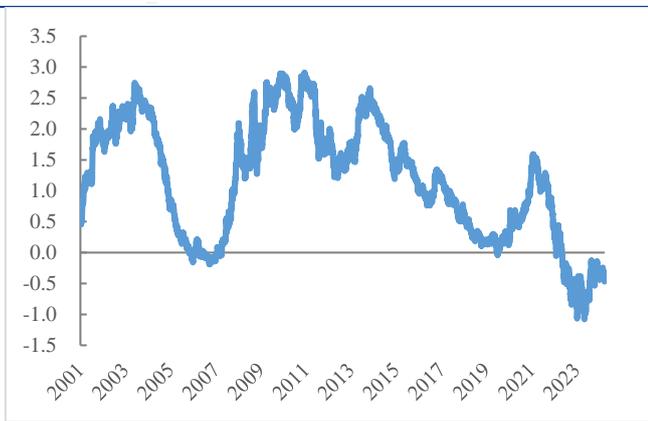
图表 35: 美联储点阵图显示年内仍有降息可能



数据来源: CME、华福证券研究所

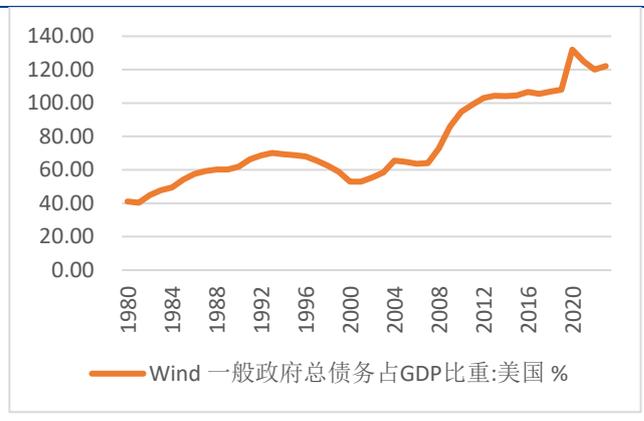
长短期美债收益率继续倒挂，衰退预期仍然偏强。短期国债收益率超过长期国债收益率的情况，常被视为衰退即将来临的危险信号：投资者预计紧缩政策将导致经济衰退并降低通胀率，提振了对较长期债券的需求，且令短期债券需求承压。另外，美国政府债务压力与日俱增，财政可持续性、政府债务违约风险的担忧拖累美元信用，2023 年美国一般政府总债务占 GDP 比重 122.15%，高利率下高负债增加付息压力，美元信用弱化，提振全球购金需求。

图表 36: 长短美债继续倒挂/%



数据来源: Wind、华福证券研究所

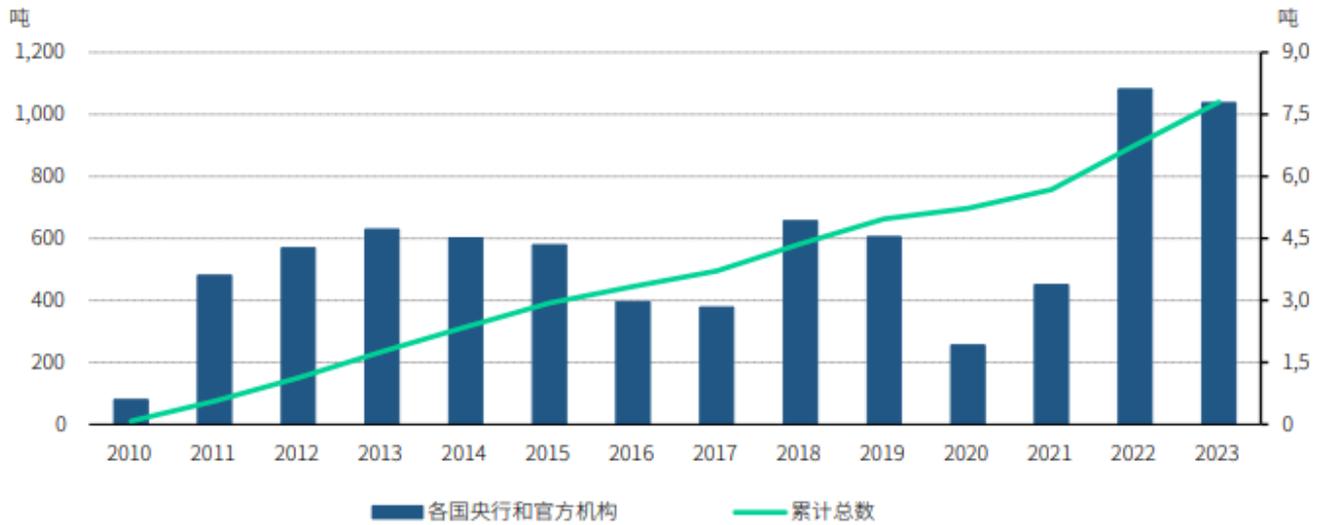
图表 37: 美国一般政府债务债务占 GDP 比重



数据来源: Wind、华福证券研究所

央行购金量创 55 年新高，连续两年千吨以上。黄金兼具财富保值作用和通胀对冲属性，2008 年全球金融危机前后黄金投资需求规模形成了鲜明对比；1990-2008 年，全球央行黄金为净售金，2008 年全球金融危机爆发，随后主权债务危机席卷全球，更加突出了黄金等资产的地位，随着真正的危机出现，全球央行开始大规模购入黄金。2022 年，全球央行年度购金需求达到 1136 吨，较上年的 450 吨翻一番，创下 55 年来的新高，2023 年仍在千吨以上，海外衰退预期将进一步提振海外央行购金行为以抵御风险，金价高位仍有支撑。

图表 38：央行购金量/吨



数据来源：金属聚焦、Refinitiv GMPS、世界黄金协会、华福证券研究所

4 盈利预测和投资建议

4.1 核心假设

量：根据公司项目进展，国内黄金矿山扩产项目陆续投产，假设海外黄金矿山降本增效，2024-2026 年公司矿产金销量 16.1/18.6/20.5 吨；电解铜销量 0.53/0.5/0.5 万吨；假设瀚丰矿业扩产项目 2024 年 6 月份投产，2024-2026 年锌精矿销量 2.6/3.4/3.8 万吨。

价：降息周期贵金属价格偏强，假设 2024-2026 年黄金价格分别为 540/560/560 元/克；铜宏观共振，假设 2024-2026 年铜价格分别 7.5/7.8/8.0 万元/吨；锌精矿价格分别为 1.74/1.74/1.74 万元/吨。

利：国内黄金矿山成本优势显著，假设海外矿山降本增效效果明显，预计 2024-2026 年公司黄金板块毛利率分别为 45.6%/48.2%/48.4%；电解铜毛利率分别 25.7%/28.5%/30.3%；假设瀚丰矿业扩产项目如期投产，产能提升降低产品成本，预计 2024-2026 年锌精粉毛利率 34.6%/38.9%/38.9%。

4.2 盈利预测

根据产量和价格假设，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 95.5/112.9/123.7 亿元；实现毛利 41.1/51.9/57.4 亿元，对应毛利率分别为 43.0%/46.0%/46.4%。

图表 39：盈利预测

名称			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
黄金	销量	吨	13.85	14.51	16.08	18.56	20.45
	单位售价	元/克	383	436	524	543	543
	单位成本	元/克	277	280	285	281	280
	单位毛利	元/克	106	155	239	262	263
	收入	亿元	53.05	63.22	84.22	100.80	111.10
	成本	亿元	38.39	40.66	45.82	52.18	57.31
	毛利	亿元	14.66	22.56	38.40	48.61	53.79
	毛利率		27.6%	35.7%	45.6%	48.2%	48.4%
电解铜	销量	吨	6,593	6,429	5,300	5,000	5,000
	单位售价	万元/吨	5.96	5.94	6.56	6.83	7.00
	单位成本	万元/吨	3.93	5.58	4.88	4.88	4.88
	单位毛利	万元/吨	2.03	0.36	1.68	1.95	2.12
	收入	亿元	3.93	3.82	3.48	3.41	3.50
	成本	亿元	2.59	3.59	2.59	2.44	2.44
	毛利	亿元	1.34	0.23	0.89	0.97	1.06
	毛利率		34.1%	6.0%	25.7%	28.5%	30.3%
锌精粉	销量	万吨	2.19	1.08	2.60	3.42	3.76
	单位售价	万元/吨	0.80	0.60	0.69	0.69	0.69
	单位成本	万元/吨	0.37	0.48	0.45	0.42	0.42
	单位毛利	万元/吨	0.43	0.12	0.24	0.27	0.27
	收入	亿元	1.74	0.65	1.79	2.35	2.59
	成本	亿元	0.81	0.52	1.17	1.44	1.58
	毛利	亿元	0.93	0.13	0.62	0.92	1.01
	毛利率		53.4%	20.0%	34.6%	38.9%	38.9%
其他	收入	亿元	3.95	4.52	5.99	6.37	6.46
	成本	亿元	2.93	3.92	4.84	4.93	4.96
	毛利	亿元	1.02	0.60	1.16	1.44	1.50
	毛利率		25.9%	13.4%	19.3%	22.6%	23.2%
总计	收入	亿元	62.67	72.21	95.48	112.93	123.65
	成本	亿元	44.72	48.69	54.41	60.99	66.29
	毛利	亿元	17.95	23.52	41.07	51.94	57.36
	毛利率		28.6%	32.6%	43.0%	46.0%	46.4%

数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

2022 年公司完成金星资源股权收购，2023 年公司管理费用呈现下行趋势，销售费用率整体平稳，预计 2023-2025 年公司销售费用率分别为 0.1%/0.1%/0.1%；管理费用率分别为 6.0%/6.0%/6.0%；研发费用率 0.7%/0.7%/0.7%。

4.3 估值及投资建议

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 16.9/23.0/25.4 亿元，对应当前股本 EPS 为 1.02/1.38/1.53 元/股，对应当前收盘价 PE 为 18/13/12 倍。

选取黄金资源龙头山东黄金，以及较为纯粹的黄金标的招金矿业、银泰黄金，金铜钼标的中金黄金，金锑标的湖南黄金作为可比公司，2024-2026 年平均估值

32/24/19X，考虑到公司黄金增长潜力以及成本下降有望带来业绩释放，2024年给予公司30XPE估值，对应目标价格30.47元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 40：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				最新股价
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600547.SH	山东黄金	1311	0.20	0.86	1.17	1.48	146.6	34.0	25.0	19.8	29.3
1818.HK	招金矿业	480	0.07	0.31	0.48	0.72	201.7	45.5	29.3	19.5	14.1
000975.SZ	银泰黄金	539	0.41	0.71	0.87	1.05	48.0	27.4	22.2	18.5	19.4
600489.SH	中金黄金	720	0.44	0.74	0.83	0.99	34.0	20.0	17.9	15.0	14.9
002155.SZ	湖南黄金	260	0.36	0.67	0.85	1.04	60.2	32.4	25.4	20.8	21.7
	平均	-	-	-			98.1	31.8	24.0	18.7	-
600988.SH	赤峰黄金	297	0.48	1.02	1.38	1.53	36.9	17.6	12.9	11.7	17.9

数据来源：Wind、华福证券研究所

注：数据为2024年5月29日收盘价；可比公司盈利预测为wind一致预期

5 风险提示

金属价格变化不及预期

金属价格波动因素较多，不囿于基本面变化，贵金属价格又与全球宏观经济相关性大，价格不及预期将拖累公司业绩。

在建产能释放不及预期的风险

公司国内黄金矿山新增产能陆续释放并爬产，瀚丰矿业扩产产能2024年6月投产，若产能释放不及预期将限制公司矿产品产量，对公司业绩产生较大影响。

成本不及预期影响公司利润释放的风险

2024年一季度因为国内矿山品位阶段性下降和汇率上涨，整体黄金成本有所抬升，若公司成本不及预期将直接影响公司业绩释放。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn