

2025 年 02 月 11 日

投资评级：买入（首次）

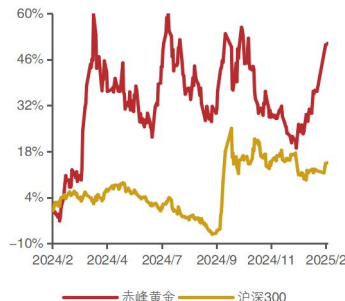
证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
陈婉妤
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

方皓
fanghao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 10 日

收盘价 (元)	19.79
一年内最高/最低 (元)	21.68/12.68
总市值 (百万元)	32,928.81
流通市值 (百万元)	32,928.81
总股本 (百万股)	1,663.91
资产负债率 (%)	50.74
每股净资产 (元/股)	4.28

资料来源：聚源数据

赤峰黄金 (600988.SH)

——高成长国际化黄金矿企，降本+增效下高弹性业绩释放可期

投资要点：

赤峰黄金为我国少数具备高成长+国际化等多重属性的黄金矿业上市公司。公司主营黄金、有色金属采选业务，资源涉及中国、东南亚（老挝）和西非（加纳）三大区域 7 个矿业开发项目，**国际化程度较高**。公司产品秉承“以金为主”战略，涉及合质金、金精粉等多个品类，2018、2022 年先后收购海外金矿，**产量进入快速爬坡期**，至 2023 年黄金产量达到 14.35 吨。

高速度+高质量发展齐头并进，公司经营业绩进入快车道。根据公司业绩预增预告，2024 年度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 16.7 亿元到 17.4 亿元，同比增加 92.79%到 100.87%。其中，矿产金为公司营收（2024H1 占比 89.56%）和毛利润（占比 96.09%）主要来源。与此同时，公司提质增效持续推进，2024 年前三季度三项（销售、财务、管理）费用占营收比重为 7.18%，较 2023 年下降 2.42 个百分点。

“降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金价上行动能充足。美国就业市场与经济运行从趋势上看持续放缓，但细分部门仍存在较强韧性。美联储本轮降息周期的时间或被就业韧性和通胀扰动拉长，但仍具备较大政策空间，增加了黄金的做多窗口期。特朗普 2.0 的竞选承诺或进一步导致美元信用降低和通胀上行，若竞选承诺全部兑现，或将金价推向新高。同时，**保护主义+大国博弈背景下，央行增储将对金价形成强有力底部支撑。**

高黄金含量+高业绩弹性，内生+外延并行推进，公司有望持续实现量价齐升。

受益于金价上行，横向对比公司有三个主要优势。1）全球来看，公司盈利能力显著高于行业平均水平：公司以美元计量的黄金全维持成本在全球行业处于第一四分位数。2）国内来看，公司黄金业务毛利占比较高：赤峰黄金的矿产金毛利占比（96.09%）显著高于其他公司。3）成本测算下公司黄金业绩弹性居于国内第一梯队：金价（637.85 元/克，25 年 1 月 21 日）上涨 1%将对应公司归母净利润增量 0.32 亿元（以 24H1 公司矿产金产量和归母净利润为基准），业绩弹性达到 4.57 倍。

内生+外延并行推进，驱动公司产量稳步增长。内生方面，公司所属矿山重点建设项目进展顺利。公司预计 2024 年底五龙金矿年选矿产能提升至约 70 万吨；2025 年底吉隆金矿开采能力提升至约 30 万吨；2025 年塞班金铜稀土矿的年地下开采产能将增至 80.6 万吨；2028 年瓦萨金矿年选矿量增至约 330 万吨。**外延方面**，公司已于 2024 年递交在香港联交所主板挂牌上市的申请，我们认为，H 股融资有助于改善公司收并购现金储备，进一步扩大业务版图。

控费降本持续推进，文化建设+股权激励双措并举，利润空间增厚可期。

公司持续严格控制资本开支，优化生产流程，降低采购成本。针对成本较高的境外矿山，两大金矿通过技改、引入第三方承包商等方式持续提升工程效率与选矿回收率；通过集采、加强库存管理、替代供应商等方式实现成本压缩。2023 年，公司以美元计量的黄金全维持成本降幅为 12.0%，同期，国际黄金生产商的平均全维持成本升幅为 7.2%。

王建华董事长上任后在公司推动践行“共生共长”的企业文化，先后推出两期员工持股计划，并于 2024 年 12 月公司公告了第三期员工持股计划管理办法及草案，充分调动管理团队工作积极性。

盈利预测与评级：我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 17.64/19.93/22.49 亿元，同比增速分别为 119.47%/12.94%/12.86%，当前股价对应 PE 分别为 18.66X/16.53X/14.64X。我们选取同行业 A 股相关公司为可比公司，平均 PE 分别为 25.43X/18.89X/15.71X。公司矿山重点建设项目进展顺利，精细化管理释放业绩弹性。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；地缘政治风险；环保风险。

盈利预测与估值（人民币）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,267	7,221	9,276	10,413	11,694
同比增长率（%）	65.67%	15.23%	28.47%	12.25%	12.30%
归母净利润（百万元）	451	804	1,764	1,993	2,249
同比增长率（%）	-22.57%	78.21%	119.47%	12.94%	12.86%
每股收益（元/股）	0.27	0.48	1.06	1.20	1.35
ROE（%）	8.70%	13.07%	22.81%	20.92%	19.48%
市盈率（P/E）	72.99	40.96	18.66	16.53	14.64

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 17.64/19.93/22.49 亿元,同比增速分别为 119.47%/12.94%/12.86%, 当前股价对应 PE 分别为 18.66X/16.53X/14.64X。我们选取同行业 A 股相关公司为可比公司, 平均 PE 分别为 25.43X/18.89X/15.71X。公司矿山重点建设项目进展顺利, 精细化管理释放业绩弹性。首次覆盖, 给予“买入”评级。

关键假设

结合公司各项业务及在建情况, 我们对 2024–2026 年作出如下假设:

(1) 黄金: 中性假设下 2024–2026 年预计公司矿产金单价分别为 540、540 和 540 元/克; 销量分别为 15.27、16.72 和 18.62 吨。

(2) 电解铜: 2024–2026 年预计电解铜单价分别为 6.61、6.69、6.78 万元/吨; 销量分别为 5038、5000 和 5000 吨。

投资逻辑要点

公司在 2018 年和 2022 年先后收购了老挝塞班铜金矿和加纳瓦萨金矿后, 公司黄金资源量和产量进入快速爬坡期, 2023 年黄金产量达到 14.35 吨。公司矿产资源呈现“国际化”与“聚焦化”两大特点。

高黄金含量+高业绩弹性, 持续受益于金价上行。横向对比公司有三个主要优势: 1) 全球来看, 公司盈利能力显著高于行业平均水平; 2) 国内来看, 公司黄金业务毛利占比较高; 3) 成本测算下公司黄金业绩弹性居于国内第一梯队。

内生+外延并行推进, 驱动公司产量稳步增长。内生方面, 公司所属矿山重点建设项目进展顺利。公司预计 2024 年底五龙金矿年选矿产能提升至约 70 万吨; 2025 年底吉隆金矿开采能力提升至约 30 万吨; 2025 年塞班金铜稀土矿的年地下开采产能将增至 80.6 万吨; 2028 年瓦萨金矿年选矿量增至约 330 万吨。外延方面, 公司已于 2024 年递交在香港联交所主板挂牌上市的申请, 有助于公司进一步扩大业务版图。

控费降本持续推进, 文化建设+股权激励双措并举, 利润空间增厚可期。公司持续严格控制资本开支, 优化生产流程, 降低采购成本。公司推动践行“共生共长”的企业文化, 并于 2024 年 12 月公司公告了第三期员工持股计划管理办法及草案, 充分调动管理团队工作积极性。

核心风险提示

金属价格超预期下跌的风险; 安全生产风险; 地缘政治风险; 环保风险。

内容目录

1. 高成长+国际化黄金矿企，主业聚焦降本增效持续推进	7
2. 充分受益“以金为主”战略实现量价齐升，提质增效初见成效	11
3. “降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金价上行动能充足	14
3.1. 定价角度：多维度的黄金投资需求来自于天然的货币、金融和避险属性	14
3.2. 宏观角度：通胀逻辑持续兑现，金价上行动能充足	15
3.3. 供需角度：央行增储对金价形成强有力底部支撑	18
4. 多因素驱动下，公司横向对比具备较强投资弹性	18
4.1. 高黄金含量+高业绩弹性，公司持续受益于金价上行	18
4.2. 内生+外延并行推进，驱动公司产量稳步增长	20
4.3. 控费降本持续推进，公司利润空间实现显著增厚	22
4.4. 文化建设+股权激励双措并举，“掌舵人”效应有望驱动公司进入发展快车道	23
5. 盈利预测与评级	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 估值与评级	25
6. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 公司重大事件梳理(2005 年至 2018 年)	7
图表 2: 公司重大事件梳理(2019 年至 2024 年)	8
图表 3: 公司股权和重要子公司结构图	8
图表 4: 公司重点子公司分布	9
图表 5: 公司境内外资源量、产能、业务资质梳理 (截至 2023 年)	9
图表 6: 公司境内黄金矿山资源梳理 (截至 2023 年)	10
图表 7: 公司境外黄金矿山资源梳理 (截至 2023 年)	10
图表 8: 公司其他品种资源梳理 (截至 2023 年)	11
图表 9: 2021-2023 年公司营业收入稳步增长	12
图表 10: 2023 年公司归母净利润显著提升	12
图表 11: 黄金为 2021 年后公司营收主要来源	12
图表 12: 黄金为 2021 年后公司毛利润主要来源	12
图表 13: 海外子公司贡献较多营业收入	13
图表 14: 境内子公司贡献较多净利润	13
图表 15: 公司毛利率和净利率水平稳步提升	13
图表 16: 公司境内资产毛利率显著高于境外	13
图表 17: 2022 年以来三项 (销售、财务、管理) 费用占比持续下降	14
图表 18: 2023 年以来管理和财务费用率显著下降	14
图表 19: 黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”	14
图表 20: 黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系	15
图表 21: 2025 年 1 月失业率为 4.0%，相比 2024 年 12 月有所下行	16
图表 22: 2024 年下半年新增非农就业人数有所提升	16
图表 23: 美国制造业 PMI 在 2024 年 10 月以来有所提升	16
图表 24: 2024 年 9 月以来美国通胀数据有所抬头	16
图表 25: 相比于 9 月，12 月美联储预计在 2025 年将进行更少的降息	17
图表 26: CME 美联储利率观测器显示 3 月份美联储大概率按兵不动	17
图表 27: 若竞选承诺全部兑现，美国公共债务水平占 GDP 的比重快速提升	17
图表 28: 全面加征关税显著提高美国进口商品价格指数	17
图表 29: 黄金供需平衡表显示全球央行连续 2 年增加黄金储备超 1000 吨	18

图表 30: 2023 年公司全维持成本显著低于全球平均数	18
图表 31: 公司矿产金毛利占比 (96.09%) 显著高于其他公司	19
图表 32: A 股部分黄金标的业绩弹性倍数测算	20
图表 33: 2023 年公司矿石处理量梳理	20
图表 34: 2018-2023 年公司矿产金产量稳步提升	21
图表 35: 公司港股上市申请书未来规划截图	22
图表 36: 2024 年上半年, 公司矿产金销售成本、全维持成本与上年同期基本持平	22
图表 37: 2024 年 H1 万象矿业以美元计量的矿产金单位成本相比上年同期有所下降 ..	22
图表 38: 2024 年上半年境内矿山以人民币计量的矿产金单位成本小幅提升	23
图表 39: 2024 年上半年矿产金单位成本变动情况 (剔除汇率影响)	23
图表 40: 公司三期员工持股计划考核标准梳理	24
图表 41: 2024 年上半年公司核心管理人员通过二级市场交易持续增持公司股份 (单位: 股)	24
图表 42: 公司分产品营收预测情况 (单位: 亿元)	25
图表 43: 可比公司估值表	26

1. 高成长+国际化黄金矿企，主业聚焦降本增效持续推进

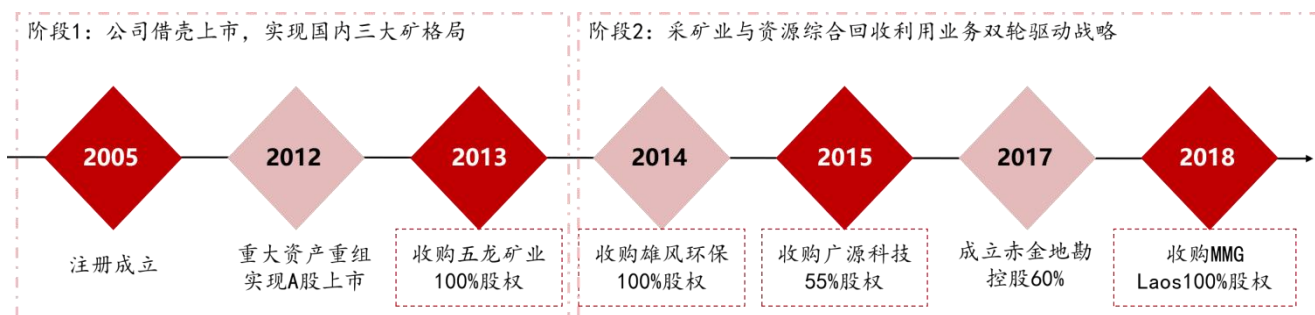
赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司作为我国少数具备高成长+国际化等多重属性的黄金矿业上市公司，成立于 2005 年，并于 2012 年借壳 ST 宝龙于上交所成功上市。公司主营黄金、有色金属采选业务，产品涉及合质金、金精粉、电解铜、锌精粉、铅精粉（含银）、铜精粉（含银）等多个品类。当前公司业务通过下属探-采-选一体化矿业子公司开展，涉及中国、东南亚（老挝）和西非（加纳）三大区域 7 个矿业开发项目，国际化程度较高。

产业链多元拓展→“以金为主”业务聚焦降本增效，公司发展分为四个关键阶段：

阶段一：公司借壳上市，并实现国内三大矿布局。2005 年，创始人赵美光先生通过赤峰市国有企业破产资产的“招拍挂”程序，取得了原赤峰市红花沟金矿和敖汉旗撰山子金矿的产权，并以此作为基础注册成立了两家矿业公司。2012 年，公司与 ST 宝龙进行重大资产重组，实现上交所 A 股上市。2013 年，赤峰黄金通过收购五龙矿业 100% 股权，奠定了其在国内黄金矿业的“三大矿”资源格局。

阶段二：实施双轮驱动战略，拓展资源综合回收利用业务版图。2014 年至 2018 年，公司实施了“采矿业与资源综合回收利用业务双轮驱动”的战略。采矿业方面，2017 年公司成立了赤金地勘公司，进入地质勘探领域。2018 年，公司完成了老挝塞班铜金矿的收购交割。资源回收方面，2014 年和 2015 年，公司先后收购雄风环保公司和广源科技公司，以此拓展稀贵金属综合回收领域和废旧电子产品回收业务。

图表 1：公司重大事件梳理(2005 年至 2018 年)

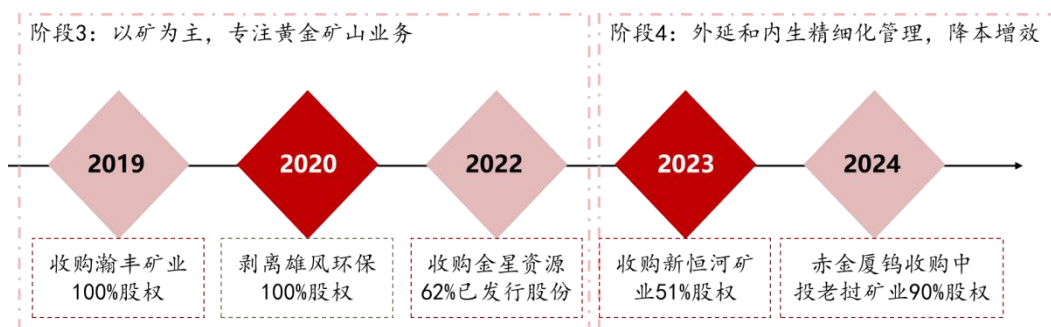


资料来源：公司官网、华源证券研究所

阶段三：开始产业聚焦，以矿为主，专注黄金矿山业务。2019 年-2022 年，公司明确了“以矿为主，专注黄金矿山业务”的新战略方向，通过国内外的资源并购和矿山技改，推动黄金产量的增长。公司在 2019 年和 2022 年先后完成了对吉林瀚丰矿业科技有限公司 100% 的股权收购和加拿大金星资源公司 62% 的已发行和流通普通股的收购。同时公司开始剥离非矿资产，在 2020 年完成了雄风环保的挂牌转让。

阶段四：外延和内生精细化管理，进入降本增效新阶段。2023 年公司确立了“破局、重构、创业”发展主题，目标稳步提高产量、严控单位生产成本、大幅提升经营性现金流，标志着公司进入了降本增效的新阶段。内生和外延的增长也在继续，现有矿山方面，持续推进矿山的重点开发建设项目，优化生产流程，提高生产效率。收并购方面，2023 年以现金方式收购了昆明新恒河矿业有限公司 51%的股权。2024 年公司与厦门钨业合资收购了老挝川圹省勐康县勐康稀土资产。

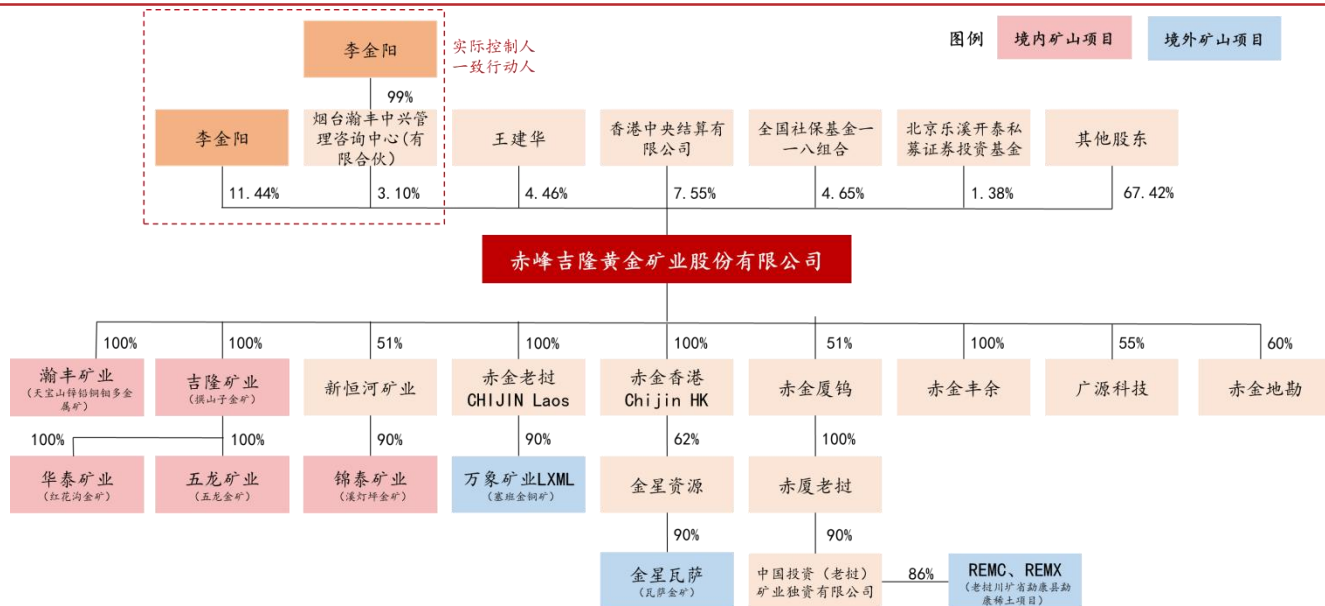
图表 2：公司重大事件梳理(2019 年至 2024 年)



资料来源：公司官网、华源证券研究所

分散化股权结构利好公司治理多元化与民主化。据公司公告，公司实际控制人及控股股东为李金阳女士（公司创始人赵美光妻子），截至 2024Q3 其直接及通过瀚丰中兴间接共持有公司股份 14.54%；同时，前十大股东累计持有股份占总股本比例 37.42%。我们认为，分散化的股权结构能够有效避免单一股东的决策失误，利好公司管理的多元化与民主化。

图表 3：公司股权和重要子公司结构图



资料来源：公司公告、华源证券研究所；截至 2024Q3

公司矿产资源呈现“国际化”与“聚焦化”两大特点。国际化方面，公司资源分布于中国、东南亚（老挝）和西非（加纳）三大区域，涉及 7 个矿业开发项目，国际化发展属性突

出；聚焦化方面，公司秉承“以金为主”战略，以金精粉、合质金、载金炭为拳头产品，并辅以电解铜、锌精粉、铅精粉（含银）、铜精粉（含银）等部分伴生或附属产品。

图表 4：公司重点子公司分布



资料来源：公司企业宣传册、华源证券研究所

从资源总量看，公司矿石资源量具备深厚底蕴及开采前景。据公司公告披露，2023 年公司黄金矿石资源量合计 1.27 亿吨，其中境内黄金资源量总计 0.19 亿吨（占总黄金资源量比重为 15%），境外总计 1.08 亿吨（占比 85%）；其他矿石资源量合计达到 1.53 亿吨，其中境内 8531 万吨（占总其他矿石资源量比重 56%），境外 6815 万吨（占比 44%）。公司境内持有 12 宗采矿权和 10 宗探矿权，境外持有 4 宗采矿权和 3 宗探矿权，具有较为完整的权益链条。

图表 5：公司境内外资源量、产能、业务资质梳理（截至 2023 年）

矿山	保有矿石资源量 (百万吨)	保有其他矿石资源量 (百万吨)	选厂处理能力(万吨/年)	主要业务资质
境内矿山	19.43	85.31	135	12 宗采矿权 10 宗探矿权
万象矿业（老挝）	15	58	300	1 宗采矿权 1 宗探矿权
金星资源（加纳）	92.8	—	270	3 宗采矿权 2 宗探矿权

资料来源：公司公告、华源证券研究所；选厂处理能力数据来自公司 2023 年宣传册，或一定程度滞后

公司境内黄金资源禀赋优越。据公司公告披露，公司境内矿山资源涉及吉隆矿业-撰山子金矿、五龙矿业-五龙金矿、华泰矿业-红花沟金矿、锦泰矿业-溪灯坪金矿、瀚丰矿业-天宝山锌铅铜钼多金属矿 5 大矿区。其中，五龙矿业、吉隆矿业撰山子金矿和华泰矿业红花沟金矿品位皆在 7%（克/吨）以上，属于国内当前少有的高品位富矿床。同时，公司黄金矿山分布于全国重点成矿带，进一步获取资源潜力较高。

图表 6：公司境内黄金矿山资源梳理（截至 2023 年）

地理位置	矿山名称	持股比例	黄金主要产品	开采方式	矿石资源量 (百万吨)	品位 (g/t,%)	矿权年产量 (万吨)	资源剩余可 开采年限	主要业务资质
辽宁 丹东	五龙矿业	100%	金精粉	地下开采	3.04	7.77	10	30	1 宗采矿权 2 宗探矿权
内蒙古 赤峰	吉隆矿业撰 山子金矿	100%	合质金	地下开采	1.53	10.18	18	8.5	2 宗采矿权 1 宗探矿权
内蒙古 赤峰	华泰矿业红 花沟金矿	100%	合质金	地下开采	3.81	7.01	18.89	20	6 宗采矿权 5 宗探矿权
云南 大理	锦泰矿业溪 灯坪金矿	46%	载金炭	露天开采	11.05	1.28	14		1 宗采矿权 1 宗探矿权
境内合计					19.43		60.89		

资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司境外黄金矿山资源涉及老挝万象矿业-塞班（Sepon）金铜矿及加纳金星瓦萨-瓦萨（Wassa）金矿，两矿区同样具备较高开发前景。具体看，塞班金铜矿是老挝最大的有色金属矿山，2023 年黄金资源量达到 1500 万吨，公司享有矿区在内的合计 1,000 余平方公里范围内的矿产资源勘探及开采的独占权利；金星瓦萨是加纳拥有矿权面积最大的大型黄金企业，2023 年矿石资源量达到 9280 万吨。同时，瓦萨金矿位于著名的阿散蒂金矿带上的成矿有利地段，外围找矿潜力较大。

图表 7：公司境外黄金矿山资源梳理（截至 2023 年）

地理位置	矿山名称	持股比例	黄金主要产品	开采方式	矿石资源量 (百万吨)	品位 (g/t,%)	矿权年产量 (万吨)	资源剩余可 开采年限	主要业务资质
老挝	万象矿业塞 班金铜矿	90%	合质金	露天开采与 地下开采	15	3.7	300	5+	1 宗采矿权 1 宗探矿权
加纳	金星瓦萨	56%	合质金	露天开采与 地下开采	92.8	3.43	270	34	3 宗采矿权 2 宗探矿权
境外合计					107.8		570		

资料来源：公司公告、华源证券研究所

此外，附属铜铅锌钼等其他资源具备良好共振及协同效应。境内资源方面，瀚丰矿业所在的“吉林天宝山－开山屯”区域为重要矿产资源重点勘查区，该区域成矿地质条件优越，是重要的多金属矿化集中区，拥有锌、铜、铅资源量共计 1995 万吨，钼资源量 6536 万吨；此外，公司还与丹东市政府签订项目投资协议，在国家新一轮找矿突破战略行动的指引下，在丹东继续投资实施“找大矿建大矿”项目，探矿前景广阔。境外资源方面，塞班金铜矿 2023 年拥有铜资源量 5800 万吨；同时，2024 年公司收购的老挝川圹省勐康县勐康稀土项目中，矿石量达到 10.15 百万吨。

图表 8：公司其他品种资源梳理（截至 2023 年）

地理位置	矿山名称	持股比例	主要品种	主要产品	矿石资源量 (百万吨)	品位 (g/t,%)	矿权年产量 (万吨)	资源剩余可 开采年限	主要业务 资质
吉林 延边	瀚丰矿业立山矿	100%	锌	锌精粉	19.95	2.77	60	33	2 宗采矿权 1 宗探矿权
			铜	铜精粉（含银）		0.08			
			铅	铅精粉（含银）		0.13			
	瀚丰矿业东风矿	100%	钼	钼精粉	65.36	0.12	9.9	7	
老挝	万象矿业塞班金 铜矿	90%	铜	电解铜	58	0.8	150		1 宗采矿权 1 宗探矿权
老挝	老挝川圹省勐康 县勐康稀土项目	39%	稀土		10.15	0.025			1 宗采矿权 1 宗探矿权
合计			其他		153.46		219.9		

资料来源：公司公告、华源证券研究所

2. 充分受益“以金为主”战略实现量价齐升，提质增效初见成效

高速度+高质量发展齐头并进，公司经营业绩进入快车道。2021-2023 年公司营收与归母净利润 CAGR 分别达 38.17%和 17.47%，业绩实现快速爬坡。

同时，2024 年前三季度公司实现营业收入 62.23 亿元，同比+22.93%；实现归母净利润 11.05 亿元，同比+112.59%。根据公司业绩预增预告，2024 年度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 16.7 亿元到 17.4 亿元，同比增加 92.79%到 100.87%，业绩实现大幅提升。我们认为，公司业绩近三年高速增长，主要得益于公司主营产品黄金量价齐升及持续采取措施降本控费，公司高速度+高质量发展特点凸显。

图表 9：2021-2023 年公司营业收入稳步增长



资料来源：Wind、华源证券研究所

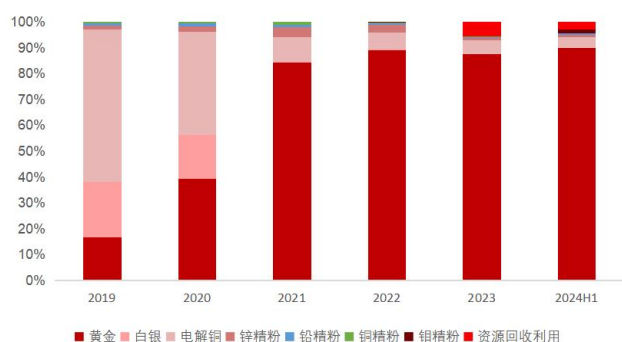
图表 10：2023 年公司归母净利润显著提升



资料来源：Wind、华源证券研究所

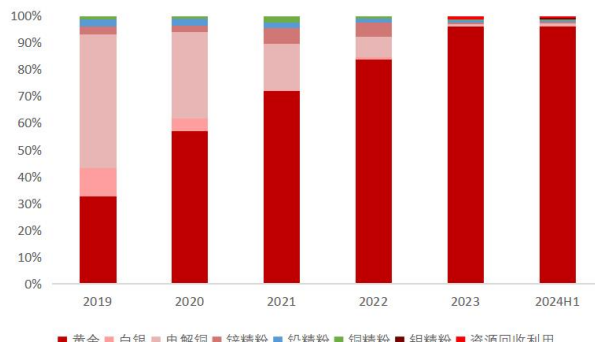
主业聚焦下，矿产金为公司营收和毛利润主要来源。2019 年-2022 年，公司明确了“以矿为主，专注黄金矿山业务”的新战略方向，近几年矿产金营收及利润占比实现稳步提升。具体看，2024H1 矿产金实现营收 37.58 亿元，占比 89.56%；实现毛利润 15.93 亿元，占比 96.09%，“以金为主”战略得到有效实施。

图表 11：黄金为 2021 年后公司营收主要来源



资料来源：Wind、华源证券研究所

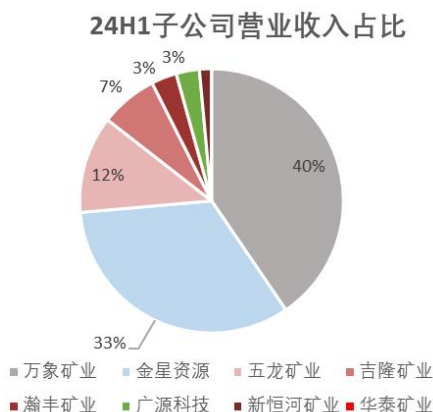
图表 12：黄金为 2021 年后公司毛利润主要来源



资料来源：Wind、华源证券研究所

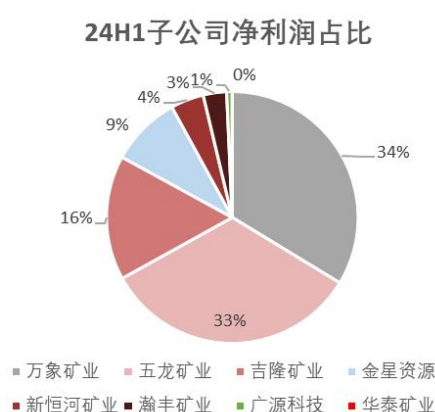
资源维度看，境外资产贡献主要营收，境内资产具备更高盈利能力。据公司公告，2024H1 境外子公司实现的营业收入和净利润分别为 30.8 亿元（占总营业收入的 73.6%）和 3.09 亿元（占总净利润的 44.1%），境内子公司实现的营业收入和净利润分别为 11.05 亿元（占比 26.4%）和 3.93 亿元（占比 55.9%）。

图表 13：海外子公司贡献较多营业收入



资料来源：Wind、华源证券研究所

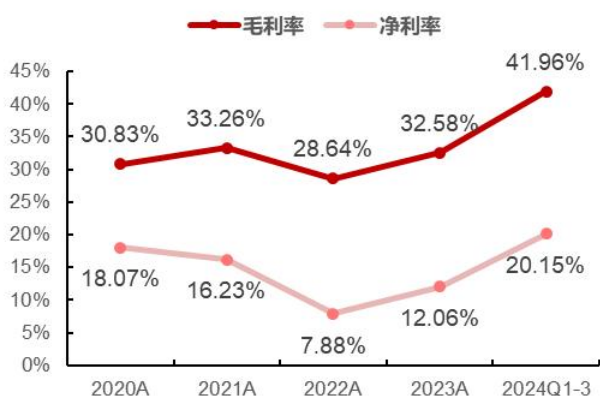
图表 14：境内子公司贡献较多净利润



资料来源：Wind、华源证券研究所

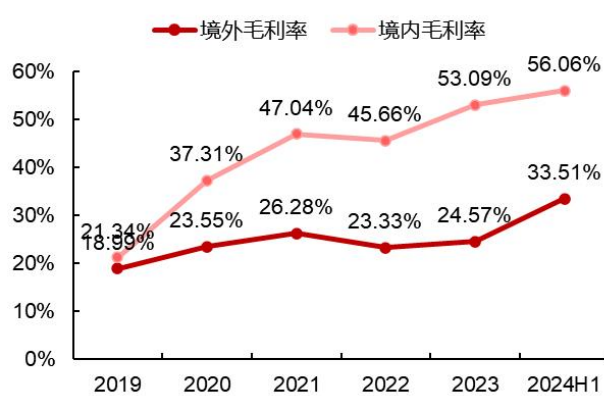
公司毛利率和净利率水平稳步提升，充分受益“以金为主”战略。2024 年前三季度公司毛利率 41.96%，销售净利率上行至 20.15%，指标相较 2023 年同期分别提升 11.19/9.18 个百分点，主要得益于金价中枢快速提升及公司“以金为主”战略下黄金占比较高。分地区看，2024H1 公司境内和境外毛利率分别达到 56.06%和 33.51%，境内资产高盈利性凸显。

图表 15：公司毛利率和净利率水平稳步提升



资料来源：Wind、华源证券研究所

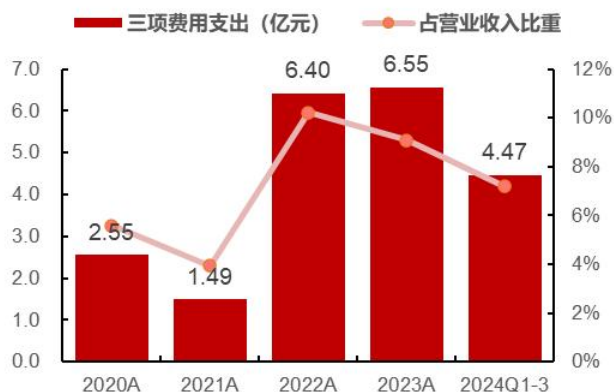
图表 16：公司境内资产毛利率显著高于境外



资料来源：Wind、华源证券研究所

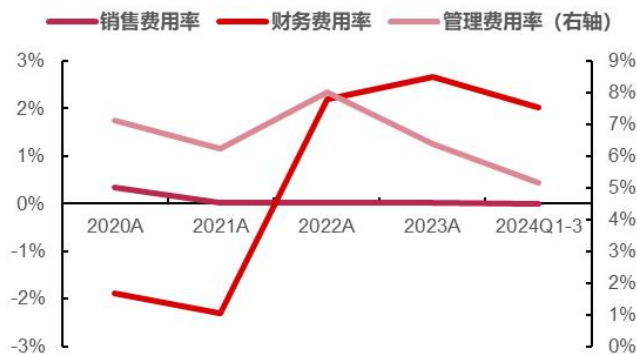
期间费用率近几年稳步下降，公司提质增效成果初现。公司自 2022 年起销售、管理、财务三项费用占营收比重持续下降，2024 年前三季度指标为 7.18%，较 2023 年下降 2.42 个百分点，反映公司管理效率持续提升。具体来看，面对全行业生产成本不断上升的趋势，2024 年上半年，公司销售费用率基本持平。在此基础上，公司严格控制非生产性支出，有计划地持续降低有息负债，资产负债率和管理费用、财务费率均有所降低，提质增效成果初现。

图表 17：2022 年以来三项（销售、财务、管理）费用占比持续下降



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 18：2023 年以来管理和财务费用率显著下降



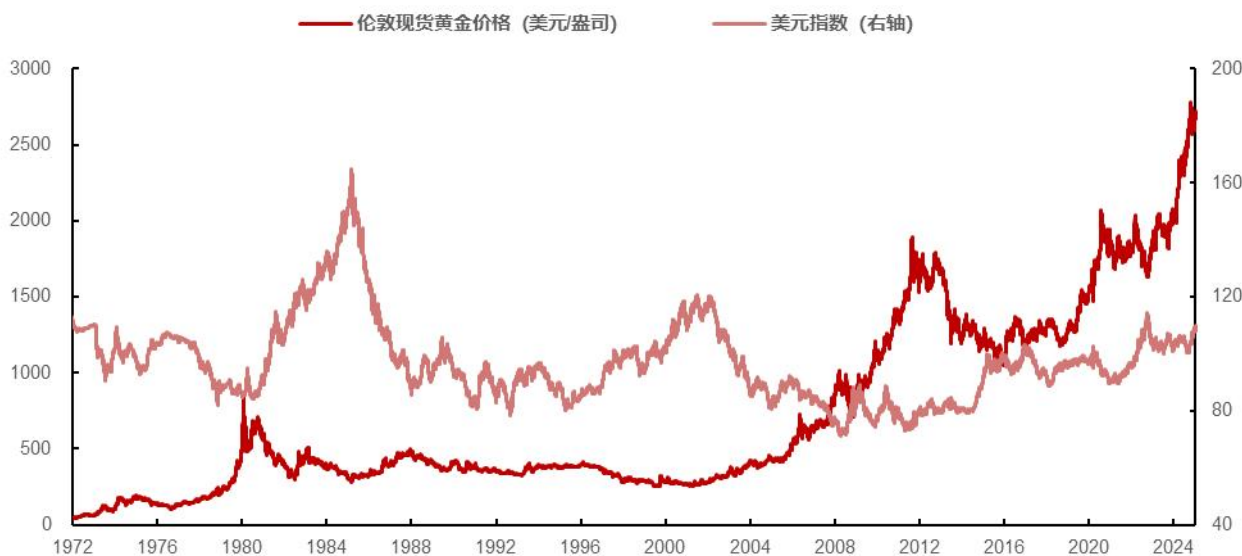
资料来源：Wind、华源证券研究所

3. “降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金价上行动能充足

3.1. 定价角度：多维度的黄金投资需求来自于天然的货币、金融和避险属性

黄金天然的货币属性导致黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”。自 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系解体，金本位制度被信用本位制度所取代，黄金转变为全球经济体的终极“信用货币”。尽管如此，全球货币信用体系依然以美国的信用体系为核心。在这一体系下，黄金价格与美元指数呈现了明显的反向变动关系。

图表 19：黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”



资料来源：Wind、华源证券研究所

美国实际利率被视为衡量以美元计价的黄金价值的一个重要指标。黄金不仅是一个关键的风险规避手段，也是一种多功能的投资工具，适用于对冲、投机和增值，具有显著的金融和避险特性。在短期内，实际利率是决定黄金价格的关键因素。当实际利率下降时（对应着衰退或者高粘性通胀两种情形，当两种情形同时发生时，金价弹性最大，例如 1970s），意味着投资者无法在非黄金资产，特别是股票和债券等可以提供分红和利息等现金流的资产上，获得更高的预期回报，这降低了持有黄金的机会成本，进而大概率导致黄金价格上涨。

图表 20：黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系



资料来源：Wind、华源证券研究所

3.2. 宏观角度：通胀逻辑持续兑现，金价上行动能充足

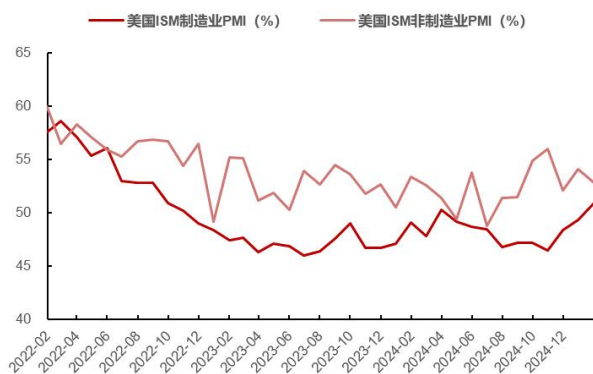
经济层面，美国就业市场和经济运行仍存在较强韧性。就业方面，美国 2025 年 1 月失业率录得 4%，相比 2024 年 12 月有所下降；新增非农就业人数在 2024 年下半年有所提升，尽管 2025 年 1 月季调后非农就业人口录得 14.3 万人，大幅低于市场预期的 17 万水平，创去年 10 月以来新低，美国劳工统计局还将去年 11 月份的非农新增就业人数从 21.2 万人上修 4.9 万至 26.1 万人；去年 12 月份的非农新增就业人数从 25.6 万人上修 5.1 万至 30.7 万人。修正后，2024 年 11 月和 12 月新增就业人数合计较修正前高 10 万人。整体来看美国劳动力市场供需依旧稳健。**经济方面，**美国 2024 年第三季度 GDP 环比折年率录得 2.8%，主要靠消费和私人投资支撑，较前值下降 0.2pct；2025 年 1 月制造业 PMI 回升至荣枯线以上，录得 50.90%；非制造业 PMI 录得 52.80%，指向经济运行韧性仍存。

图表 21：2025 年 1 月失业率为 4.0%，相比 2024 年 12 月有所下行



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 23：美国制造业 PMI 在 2024 年 10 月以来有所提升



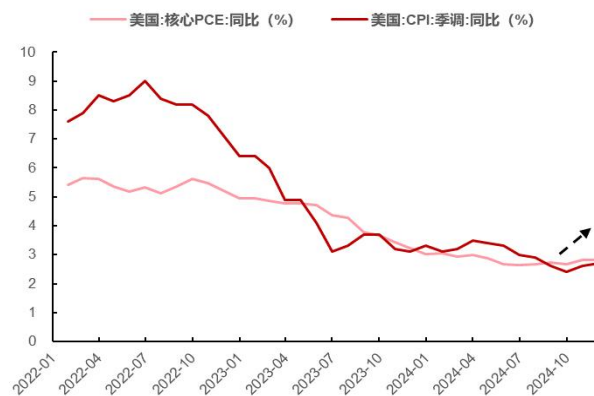
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 22：2024 年下半年新增非农就业人数有所提升



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 24：2024 年 9 月以来美国通胀数据有所抬头

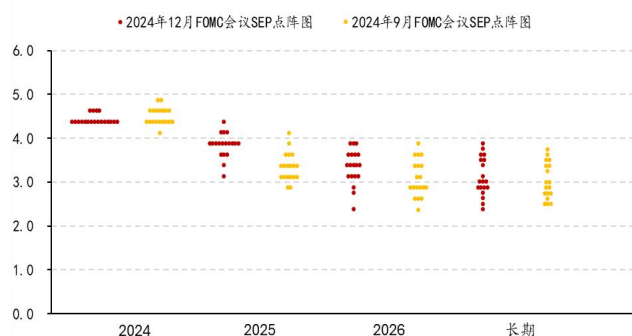


资料来源：Wind、华源证券研究所

货币政策层面，通胀与就业的难以平衡，是美联储悬在头上的“达摩克利斯之剑”。美联储在 2025 年 1 月的会议上决定将联邦基金利率目标维持在 4.25%至 4.5%的区间。与 2024 年 12 月的议息声明相比，本次声明删去了“劳动力市场状况已逐步缓解(eased)”的表述，但强调失业率维持在较低水平。同时，删去“通货膨胀率朝着委员会设定的 2%的目标取得了进展”的表述，体现出美联储对通胀回落的信心有所下降，双重任务中对通胀指标监测的重要性也在提升。

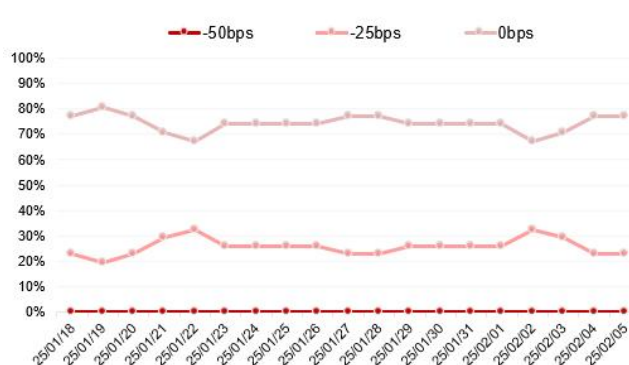
美联储当前仍具备较大政策空间，本轮降息周期的时间或被通胀频繁的扰动拉长，增加了黄金的做多窗口期。截至 2025 年 2 月 5 日，CME Fed Watch 显示 3 月有 77%的概率保持利率不变。我们认为，无论是宽松预期还是通胀上行，都有利于支撑黄金价格的上涨。

图表 25：相比于 9 月，12 月美联储预计在 2025 年将进行更少的降息



资料来源：Fed、华源证券研究所

图表 26：CME 美联储利率观测器显示 3 月份美联储大概率按兵不动



资料来源：CME、Wind、华源证券研究所

财政政策层面，特朗普 2.0 的竞选承诺或进一步导致美元信用降低和通胀上行，具体看：

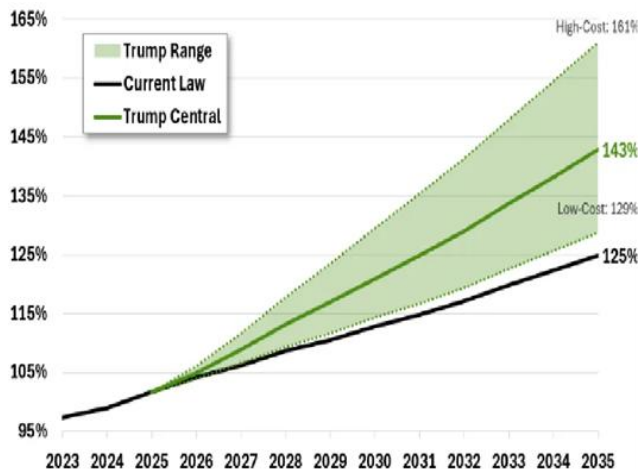
1) **减税**：根据 US BUDGET WATCH 2024 的测算，若竞选承诺全部兑现，中性情形下将使 2026 年至 2035 年美国的债务总额增加 7.75 万亿美元，美国公共债务水平占 GDP 的比重将升至 2035 年底的 143%。**每一轮长期信贷扩张和货币超发都会是一轮对美元信用体系的消耗，黄金货币属性的价值凸显。**

2) **全面加征关税**：美国上一轮关税的加征几乎全部转嫁到了美国进口商支付的总价格上，推高美国通胀风险。

3) **驱逐非法移民**：根据彼得森的测算数据，极端情形下，如果特朗普政府驱逐所有无证移民工人，将推高 2026 年通胀率 3.5 个百分点。**黄金的抗通胀属性（金融+避险属性）具备较强吸引力。**

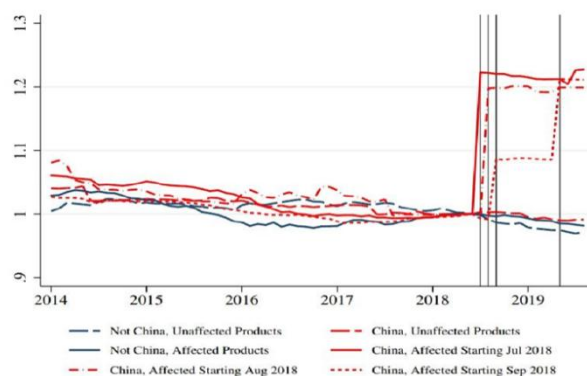
我们认为，若特朗普竞选承诺全部兑现，或将黄金价格推向新高。

图表 27：若竞选承诺全部兑现，美国公共债务水平占 GDP 的比重快速提升



资料来源：CRFB (US BUDGET WATCH 2024)、华源证券研究所

图表 28：全面加征关税显著提高美国进口商品价格指数



资料来源：《Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy》Alberto Cavallo, etc. 华源证券研究所

3.3. 供需角度：央行增储对金价形成强有力底部支撑

保护主义+大国博弈背景下，央行增储对金价形成强有力底部支撑。世界黄金协会数据显示，2023 年全球央行净黄金购买总额为 1037 吨，连续 2 年增加黄金储备超 1000 吨。最新数据来看，我国 2024 年 12 月末黄金储备 7329 万盎司（约 2279.58 吨），较 2024 年 11 月末增加 33 万盎司（约 10.26 吨），连续两个月扩大黄金储备，意味着央行时隔半年来重启增持黄金。我们认为，保护主义+大国博弈背景下各国央行存在优化外汇结构以提升金融自主权的需求，金价回调过程中增储节奏有望加快，有望形成对金价的强底部支撑。

图表 29：黄金供需平衡表显示全球央行连续 2 年增加黄金储备超 1000 吨

单位：吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
供应量											
金矿产量	2754.5	2876.9	2957.2	3166.8	3270.5	3361.3	3515.2	3575.7	3655.9	3596.4	3482.0
生产商净套保	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1
回收金	1671.2	1626.3	1636.8	1195.3	1129.6	1067.1	1232.1	1112.4	1131.7	1275.7	1293.1
总供应量	4316.8	4525.7	4548.6	4334.1	4505.0	4441.3	4785.0	4662.6	4775.9	4878.2	4736.0
需求量											
金饰制造	2043.8	2092.1	2140.9	2735.3	2544.4	2479.2	2018.8	2257.5	2290.0	2152.1	1324.0
金饰消费	2057.0	2103.8	2156.1	2726.0	2532.1	2459.1	2103.6	2240.5	2250.2	2126.7	1398.1
金饰库存	-13.3	-11.7	-15.3	9.3	12.3	20.1	-84.8	17.0	39.8	25.4	-74.2
工业	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.0	302.8
电子用金	326.7	316.6	289.1	279.2	277.5	262.1	255.6	265.6	268.4	262.3	249.3
其他行业	88.3	76.4	64.7	53.7	51.2	51.0	49.8	50.7	51.2	49.8	41.6
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9
投资	1611.1	1743.9	1614.9	800.9	904.7	967.4	1616.2	1315.0	1160.9	1274.7	1794.9
金条和金币总需求量	1204.3	1502.0	1322.4	1730.2	1067.0	1091.0	1073.1	1044.3	1090.7	871.1	902.3
金条	921.2	1189.5	1023.2	1357.7	780.9	790.7	797.6	780.1	775.8	583.6	542.8
官方金币	195.9	228.3	187.5	271.0	205.5	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	290.4
奖章/仿制金币	87.2	84.2	111.7	101.5	80.6	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1
黄金ETFs及类似产品	406.8	241.9	292.5	-929.2	-162.3	-123.6	543.1	270.7	70.2	403.6	892.5
央行净买入	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9
黄金需求（制造基础）	4194.7	4745.9	4707.2	4521.5	4398.6	4357.8	4362.8	4283.6	4442.0	4358.1	3676.5
场外投资及其他	122.1	-220.2	-158.6	-187.3	106.4	83.4	432.2	379.0	334.0	520.1	1059.5
总需求量	4316.8	4525.7	4548.6	4334.1	4506.2	4442.3	4786.0	4667.4	4778.5	4886.9	4740.5
总社会库存	168245.6567	171145.0	174056.9	177195.8	180571.2	183945.4	187498.2	191048.4	194692.7	198295.2	201738.2

资料来源：世界黄金协会、华源证券研究所

4. 多因素驱动下，公司横向对比具备较强投资弹性

4.1. 高黄金含量+高业绩弹性，公司持续受益于金价上行

金价上行周期，横向对比下公司具备三大比较优势：

优势一：全球来看，公司盈利能力显著高于行业平均水平。2023 年公司的营运效率提升显著超过全球行业平均水平，且黄金全维持成本低于全球平均水平。根据弗若斯特沙利文的资料，截至 2023 年 12 月 31 日，公司黄金全维持成本仅为 1,179.1 美元/盎司，在全球行业处于第一四分位数，而同期的全球平均数约为 1,348.5 美元。2023 年，公司以美元计量的黄金全维持成本降幅为 12.0%，同期，国际黄金生产商的平均全维持成本升幅为 7.2%。

图表 30：2023 年公司全维持成本显著低于全球平均数

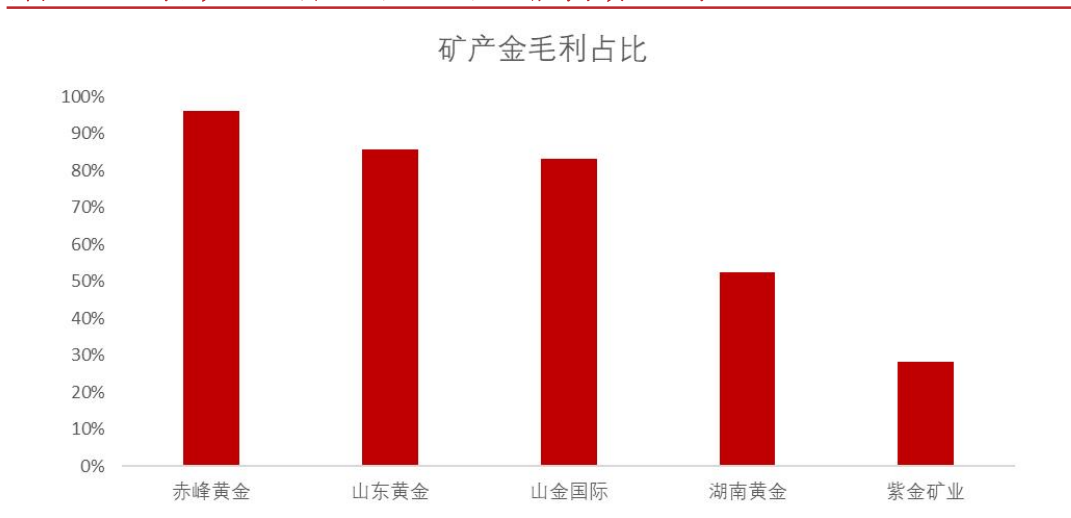
	截至 12 月 31 日止年度	截至 2022 年 12 月 31 日止年度至截至 2023 年 12 月 31 日止年度的变动	截至 2024 年 3 月 31 日止三个月

	2022 年	2023 年	%	美元/盎司
	美元/盎司			
境内金矿	1205.7	877.4	-27.2	1014.6
塞班金铜稀土矿	1476.9	1330	-9.9	1297.6
瓦萨金矿	1371.2	1197.1	-12.7	1170.93
集团整体水平	1340	1179.1	-12	1193.3
全球平均水平	1258.1	1348.5	7.2	1496.2

资料来源：H 股招股书、华源证券研究所

优势二：国内来看，公司黄金业务毛利占比较高。横向对比黄金主要上市公司来看，赤峰黄金的矿产金毛利占比（96.09%）显著高于其他公司，金价上涨将对公司毛利润形成较大贡献。

图表 31：公司矿产金毛利占比（96.09%）显著高于其他公司



资料来源：各公司公告、Wind、华源证券研究所

优势三：同时，成本测算下公司黄金业绩弹性居于国内第一梯队。横向对比 A 股主要黄金标的，公司矿产金毛利率处于较低范围，意味着金价上涨所带来的业绩弹性更大。

按当前金价 637.85 元/克（2025 年 1 月 21 日）测算，以 24H1 公司矿产金产量和归母净利润为基准，金价上涨 1%将对应公司归母净利润增量 0.32 亿元，业绩弹性达到 4.57 倍。

图表 32：A 股部分黄金标的业绩弹性倍数测算

股票代码	股票简称	24H1 矿产 金产量(吨)	24H1 矿产 金毛利占比	24H1 矿产 金毛利率	24H1 少数 股东损益占 比	2023 年所 得税率	24H1 归母 净利润(亿 元)	金价上涨 1%对应归 母增量(亿 元)	业绩弹性倍 数 (以 24H1 归母 净利润测 算)
600547.SH	山东黄金	24.52	86%	51%	36%	15%	13.83	0.85	6.15
600988.SH	赤峰黄金	7.55	96%	42%	10%	25%	7.10	0.32	4.57
002155.SZ	湖南黄金	1.96	52%	44%	2%	25%	4.38	0.09	2.10
000975.SZ	山金国际	4.16	83%	72%	10%	25%	10.75	0.18	1.66
601899.SH	紫金矿业	35.41	28%	54%	18%	15%	150.84	1.57	1.04

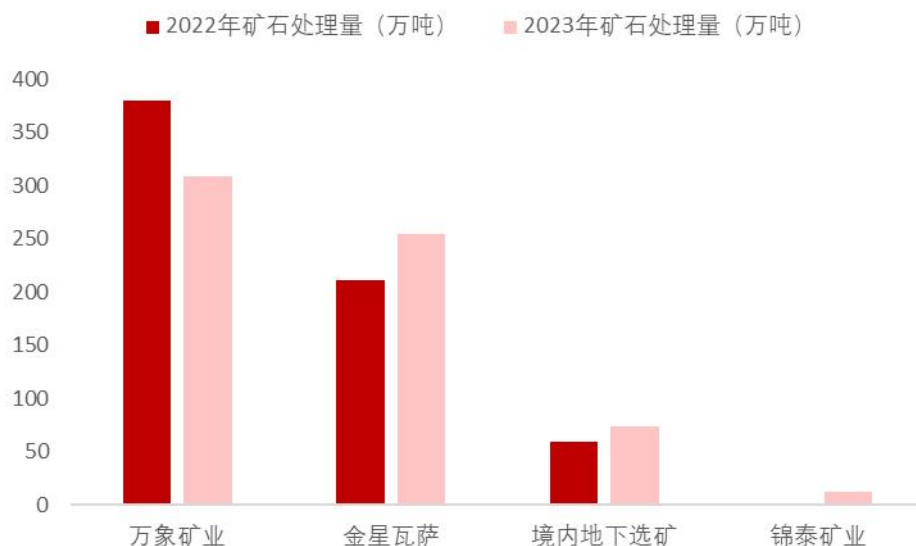
资料来源：Wind、各公司公告、华源证券研究所

注：按 2025 年 1 月 21 日 637.85 元/克金价测算，以 24 年中报为基准

4.2. 内生+外延并行推进，驱动公司产量稳步增长

内生增效方面，公司采矿与矿石处理能力有所提升。据公司 2023 年年报披露，境内方面，公司国内地下开采黄金矿山选矿完成 73.35 万吨，同比增长 24%，锦泰矿业年度处理矿量（干量）12.29 万吨，完成 D1、D2 两个筑堆。境外方面，万象矿业金矿石处理量 308.5 万吨，同比减少 18.8%；铜矿石处理量 111 万吨，同比增加 43%；金星瓦萨选厂处理量 255 万吨，同比增加 20.5%。

图表 33：2023 年公司矿石处理量梳理



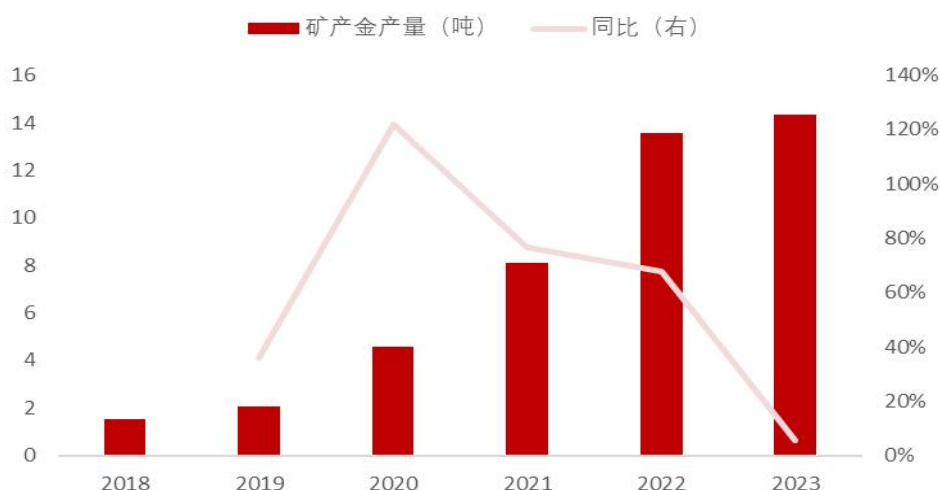
资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司所属矿山重点建设项目进展顺利，致力于提升境内和境外矿山产能，未来采选规模有望进一步提升。境内矿山方面，据 H 股招股书披露，公司已经过多轮技术改造，目前继续

致力开展五龙金矿的多个地下技术改造项目，包括持续提升技术、升级器械和完善设备，预计到 2024 年底，能够将五龙金矿的年选矿产能提升至约 70 万吨；公司亦已启动吉隆金矿的扩建项目，已于 2024 年 6 月前，将其年选矿产能提升至约 30 万吨及将于 2025 年底前将其年开采能力提升至约 30 万吨。

境外方面，公司加速推进两大矿山的勘探、扩产以及技改，致力打造大型金矿。据 H 股招股书披露，公司正加速建设塞班金铜稀土矿的露天及地下开采项目，预计到 2025 年，塞班金铜稀土矿的年地下开采产能将由目前的 53.6 万吨增至 80.6 万吨。根据资源模型，公司也将在 2025 年开始生产 Kharong 地区的铜，该地区的铜矿石超过 600 万吨，所含金属铜超过 5.7 万吨。同时，加速对具有露天和地下开采潜力的 Discovery West Deeps 和 Phavat North 勘探前景进行建模和研究工作，预计 2026 年及 2027 年后地下开采能力或将进一步提高。Discovery West Deeps 及 Phavat North 前景经高级资源范围评估，预计估算总吨位数为 500 万吨，将增加的黄金资源量平均品位为 3.5 克/吨。公司预期于 2028 年前将 GSWL 的瓦萨金矿打造成年选矿量约为 330 万吨、年产量 5.67 吨至 7.09 吨黄金的大型金矿。公司将采取多项措施推动运营效率提高并降低成本，同时将平均黄金加工回收率维持在 95%至 96%。

图表 34：2018-2023 年公司矿产金产量稳步提升



资料来源：公司公告、华源证券研究所

外延拓展方面，公司 H 股融资增加并购预期。公司已于 2024 年 8 月 29 日向香港联交所递交了公司发行 H 股股票并在香港联交所主板挂牌上市的申请。据招股书披露，公司募集资金将用于扩大境内外业务（包括但不限于扩建增产及勘探增储等）、收购并购及补充流动资金等用途。我们认为，多元化的融资渠道和更广阔的资本市场平台有助于公司进一步扩大业务版图，提升海外布局、收并购能力，提升国际化公司形象，从而增强吸引新客户、业务伙伴、战略投资者及主要管理人员的能力。

图表 35：公司港股上市申请书未来规划截图

我們擬按下文所載用途及金額動用[編纂]，但會根據我們不斷發展的業務需求及不斷變化的市場條件作出調整：

- (i) [編纂]約[編纂]%或[編纂]百萬港元將用於現有礦場的改造及勘探，以充分實現我們的增長潛力。我們將繼續加強地質勘探工作，擴大現有礦山的勘探活動。有關我們的開發與擴張計劃的詳情，請參閱「業務－開發與擴張」。具體來說，我們為現有礦山均制定了相關改造及／或勘探計劃。
- [約[編纂]%或[編纂]港元將分配予我們在中國的業務，用於勘探和礦山開發，包括但不限於在2025至2027年間在深部及外圍區域的勘探項目、建設豎井及通道、購買設備及機器、技術升級、建設選礦廠、擴大露天生產以及進一步擴大其他礦山的規模。預期該等舉措有望增加我們的儲量並延長礦山壽命，提升礦石加工能力及產量，進一步優化營運和資本成本，並提高我們的營運效率和生產力。
 - [約[編纂]%或[編纂]港元將分配予我們在老撾和加納的業務，包括但不限於在2025至2027年間建設新發電廠、深部及外圍區域的勘探項目、豎井建設、下降和准入、購買設備及機器、升級和擴建現有選礦廠、將露天採礦擴展至地下採礦以及進一步擴大其他礦山的規模。預期該等舉措有望提高我們的營運效率和生產力，為我們的採礦設施提供穩定的電力來源，增加我們的儲量並延長礦山壽命，減少我們的碳足跡和環境影響，為我們的ESG願景和目標做出貢獻，提升礦石加工能力和產量，鞏固我們的競爭優勢，實現規模經濟，提高整體盈利能力。

未來計劃及[編纂]

- (ii) [編纂]約[編纂]%或[編纂]港元將用於在政治及經濟環境穩定、採礦業發展成熟的國家優先收購具有一定規模及優質的環球礦業資產。有關潛在收購的策略和物色潛在收購目標的標準，請參閱「業務－業務策略－持續通過高質量黃金資產的境內外併購，增加資源量和儲量並提升產量，實現持續穩定增長」。我們預期相關收購將獲得寶貴資源，增加我們的收入、提升財務表現、分散及降低我們的集中風險，提高我們在市場上的競爭優勢。

- (iii) [編纂]約[編纂]%或[編纂]港元將作為一般公司用途。

若[編纂]定在指示性[編纂]範圍的最高或最低[編纂]，[編纂]將增加約[編纂]港元或減少約[編纂]港元。

若[編纂]全面行使，我們獲得額外[編纂]將為：(i)[編纂]港元（假設[編纂]為每股[編纂]港元，即指示性[編纂]範圍最高[編纂]）；(ii)[編纂]港元（假設[編纂]為每股[編纂]港元，即指示性[編纂]範圍的中位數）；及(iii)[編纂]港元（假設[編纂]為每股[編纂]港元，即指示性[編纂]範圍最高[編纂]）。

若[編纂]超出預期或低於預期，我們將按比例調整上述用途的[編纂]的分配。

资料来源：H股招股书、华源证券研究所

4.3. 控费降本持续推进，公司利润空间实现显著增厚

公司仍在持续严格控制资本开支，持续优化生产流程，降低采购成本。据定期公告披露，2023年矿山以人民币计量的黄金单位全维持成本同比降低27.23%，万象矿业和金星瓦萨以美元计量的黄金单位全维持成本同比分别降低9.95%、12.70%，降本成效显著。2024年上半年，面对全行业生产成本不断上升的趋势，公司矿产金销售成本、全维持成本与上年同期基本持平。

图表 36：2024 年上半年，公司矿产金销售成本、全维持成本与上年同期基本持平

项目	2024 年上半年 (元/克)		2023 年上半年 (元/克)	
	销售成本	全维持成本	销售成本	全维持成本
矿产金	285.44	264.67	280.54	267.01

资料来源：公司公告、华源证券研究所

注：销售成本指利润表中的主营业务成本；全维持成本指主营业务成本、销售费用和管理费用中的付现成本、税金及附加加上维持性资本支出

公司利用各矿山的实际情况，针对性地实现降本增效。境外矿山方面，两大金矿通过技改、引入第三方承包商等方式持续提升工程效率、选矿回收率。塞班金铜稀土矿不断寻求改进选矿技术，使用再磨工艺提高效率，不断提高金选矿回收率并降本，金选矿回收率从2021年的54.6%大幅增加至截至2024年3月31日止三个月的65.3%。瓦萨金矿通过引入第三方承包商提高掘进工程效率，显著降低单位成本，2022年及2023年以及截至2024年3月31日止三个月，金选矿回收率相对分别提高至95.6%、95.5%及95.3%。

图表 37：2024 年 H1 万象矿业以美元计量的矿产金单位成本相比上年同期有所下降

境外矿山	2024 年上半年 (美元/盎司)		2023 年上半年 (美元/盎司)	
	销售成本	全维持成本	销售成本	全维持成本
万象矿业	1489.75	1225.85	1535.89	1331.78
金星瓦萨	1290.82	1177.8	1228.36	1164.59

资料来源：公司公告、华源证券研究所

注：销售成本指利润表中的主营业务成本；全维持成本指主营业务成本、销售费用和管理费用中的付现成本、税金及附加加上维持性资本支出

境内矿山方面，公司在数据管理和工艺试验方面持续努力。具体看，五龙矿业开展井下尾砂充填试验研究、金精矿低氰药剂浸出试验、抛废试验等各项可研工作，同时搭建了数据共享平台，推进大数据管理，通过大数据挖掘潜力，提升生产效率，降低生产成本；瀚丰矿业立山选矿厂抛废工艺流程投入运行，抛废分选后提高了入选品位，提高经济效益，又降低了成本费用；其他矿山亦在研究使用新型抛废工艺的可行性。

图表 38：2024 上半年境内矿山以人民币计量的矿产金单位成本小幅提升

项目	2024 年上半年 (元/克)		2023 年上半年 (元/克)	
	销售成本	全维持成本	销售成本	全维持成本
国内矿山	168.96	227.96	153.71	211.51

资料来源：公司公告、华源证券研究所

注：销售成本指利润表中的主营业务成本；全维持成本指主营业务成本、销售费用和管理费用中的付现成本、税金及附加加上维持性资本支出

降低采购成本方面，公司通过集采、加强库存管理、替代供应商等方式实现成本压缩。据公司 2024 年半年报，境外矿山方面，塞班矿上半年货物采购和服务类采购节约 540 多万美元；瓦萨矿通过与集团全球采购中心的协作，提高集采比，试用替代品，选择性价比更高的材料和替代供应商，并引入多家钻探公司形成竞争，提高效率和降低勘探生产成本。境内矿山方面，通过直采、集采、磋商等方式降低材料单价。公司计划强化矿山库存管理，建立物资共享调拨，通过数据管理平台对采购、降本、库存等进行科学、合理、准确、高效的实时监控和可视化数据分析。

图表 39：2024 年上半年矿产金单位成本变动情况（剔除汇率影响）

项目	销售成本较上年同期	全维持成本较上年同	销售成本较上年全年	全维持成本较上年全
	增减 (%)	期增减 (%)	增减 (%)	年增减 (%)
国内矿山	9.92	7.78	10.66	14.66
万象矿业	-3	-7.95	-0.01	-7.83
金星瓦萨	5.08	1.13	-1.87	-1.61

资料来源：公司公告、华源证券研究所

注：销售成本指利润表中的主营业务成本；全维持成本指主营业务成本、销售费用和管理费用中的付现成本、税金及附加加上维持性资本支出

4.4. 文化建设+股权激励双措并举，“掌舵人”效应有望驱动公司进入发展快车道

管理团队经验丰富，“掌舵人”效应有望驱动公司进入发展快车道。公司现任董事长为以卓越的大型企业集团管理能力而闻名的王建华先生。王先生曾任山东黄金集团董事长、紫金矿业集团董事兼总裁、云南白药董事长等职位，尤其注重员工安全及福利，深受员工及核心团队的信任。2019 年王先生上任董事长后为公司引入经过验证的国际化经营理念，并通过机制建设有效激励管理团队及核心骨干，引领公司进入快速发展阶段。

文化建设+股权激励双措并举，公司员工积极性得到充分激发。王建华先生上任后在公司推动践行“共生共长，共担共享”的企业文化，并先后于 2020 年和 2023 年推出两期员工持股计划，员工工作积极性得到充分激发。2024 年 12 月公司公告了第三期员工持股计划管理

办法及草案。我们认为，公司健全的激励制度使股份充分向一线渗透，完成核心骨干与公司发展的深度绑定，充分调动管理团队工作积极性，推动公司持续快速健康发展。

图表 40：公司三期员工持股计划考核标准梳理

员工持股计划	授予范围	解锁期	解锁股份比例	业绩考核标准
第一期员工持股计划 (三次修订稿)	公司及其下属子公司董事、监事、高级管理人员及其他核心人员	12 个月	100%	2022 年-2024 年金产量累计不低于 43 吨
第二期员工持股计划 (修订稿)	董事、监事、高级管理人员及其他核心人员，总人数共计不超过 120 人	12 个月	100%	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%
第三期员工持股计划 (草案)	董事、监事、高级管理人员及其他核心人员，总人数共计不超过 210 人	12 个月	100%	公司 2025 年度金产量较 2024 年度增长 5%以上

资料来源：公司公告、华源证券研究所

核心团队大幅增持公司股份，向资本市场传递公司发展积极信号。2024 年上半年公司董事长、总裁、董事等 6 名核心管理人员通过二级市场交易增持公司股份合计 89.9 万股股份。我们认为，核心团队大幅增持公司股份反映管理层对公司未来发展的高度看好。

图表 41：2024 年上半年公司核心管理人员通过二级市场交易持续增持公司股份（单位：股）

姓名	职务	期初持股数	期末持股数	2024H1 股份增减变动量	增减变动原因
王建华	董事长	73628.171	74200071	571900	二级市场增持
杨宜方	董事、总裁	0	113000	113000	二级市场增持
吕晓兆	董事、副总裁兼总工程师	69500	111700	42200	二级市场增持
高波	董事、副总裁	67300	153500	86200	二级市场增持
周新兵	副总裁	65500	112800	47300	二级市场增持
董淑宝	董事会秘书	0	38500	38500	二级市场增持

资料来源：公司公告、华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024-2026 年作出如下假设：

(1) 黄金：中性假设下 2024–2026 年预计公司矿产金单价分别为 540、540 和 540 元/克；销量分别为 15.27、16.72 和 18.62 吨。

(2) 电解铜：2024–2026 年预计电解铜单价分别为 6.61、6.69、6.78 万元/吨；销量分别为 5038、5000 和 5000 吨。

图表 42：公司分产品营收预测情况（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
矿产金营收	53.05	63.22	82.44	90.29	100.55
yoy	78.68%	19.18%	30.39%	9.53%	11.36%
毛利润	14.66	22.57	37.91	41.60	45.89
毛利率	27.64%	35.69%	45.98%	46.08%	45.64%
电解铜营收	3.93	3.82	3.33	3.34	3.39
yoy	16.57%	-2.99%	-12.74%	0.43%	1.32%
毛利润	1.34	0.23	1.17	1.17	1.19
毛利率	34.18%	6.03%	35.00%	35.00%	35.00%
其他矿产品营收	2.63	1.19	2.00	2.50	3.00
yoy	19.54%	-54.88%	68.38%	25.00%	20.00%
毛利润	1.50	0.45	0.80	1.13	1.50
毛利率	57.16%	38.22%	40.00%	45.00%	50.00%
回收利用业务营收	3.05	3.98	5.00	8.00	10.00
yoy	19.23%	30.40%	25.52%	60.00%	25.00%
毛利润	0.44	0.27	0.50	1.20	2.00
毛利率	14.44%	6.86%	10.00%	15.00%	20.00%
营业收入（总）	62.67	72.21	92.76	104.13	116.94
yoy	65.67%	15.23%	28.47%	12.25%	12.30%
毛利润	17.95	23.52	40.37	45.10	50.58
毛利率	28.64%	32.58%	43.52%	43.31%	43.25%

资料来源：Ifind、华源证券研究所

5.2. 估值与评级

根据以上假设，我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 17.64/19.93/22.49 亿元，同比增速分别为 119.47%/12.94%/12.86%，当前股价对应 PE 分别为 18.66X/16.53X/14.64X。我们选取同行业 A 股相关公司为可比公司，平均 PE 分别为 25.43X/18.89X/15.71X。公司矿山重点建设项目进展顺利，精细化管理释放业绩弹性。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 43：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			PB
		2025/2/10	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
000975.SZ	山金国际	17.69	0.84	1.02	1.21	21.08	17.30	14.57	3.93
002155.SZ	湖南黄金	18.34	0.85	1.16	1.36	21.48	15.75	13.53	3.28
600547.SH	山东黄金	26.2	0.78	1.11	1.38	33.74	23.63	19.02	4.90
可比公司平均 PE						25.43	18.89	15.71	4.04
	赤峰黄金	19.79	1.06	1.20	1.35	18.66	16.53	14.64	4.63

资料来源：wind、华源证券研究所（注：收盘价截止至 2 月 10 日，可比公司 EPS 来自 wind 一致预期，PB 来自 wind）

6. 风险提示

1) 金属价格超预期下跌的风险。对金属价格预测做了谨慎的预期，若出现大幅下跌，可能对公司业绩形成拖累；

2) 安全生产风险。公司矿山开采存在一定安全事故的风险，若出现安全事故公司盈利或出现较大影响；

3) 地缘政治风险。公司核心资产在海外，若出现地缘政治风险，或对公司业绩产生一定影响；

4) 环保风险。公司在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物，进而影响到生态环境的平衡，或对公司的业务前景和财务状况造成不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,662	2,748	5,253	8,199
应收票据及账款	513	603	677	760
预付账款	84	128	143	161
其他应收款	96	101	113	127
存货	2,407	2,563	2,888	3,246
其他流动资产	133	163	179	197
流动资产总计	4,895	6,305	9,253	12,690
长期股权投资	373	376	379	382
固定资产	6,060	5,703	5,548	5,111
在建工程	592	944	645	496
无形资产	6,525	6,073	5,736	5,492
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	271	605	705	638
非流动资产合计	13,822	13,701	13,014	12,120
资产总计	18,718	20,006	22,266	24,810
短期借款	850	0	0	0
应付票据及账款	552	796	897	1,008
其他流动负债	2,320	2,474	2,667	2,880
流动负债合计	3,722	3,270	3,564	3,889
长期借款	1,629	1,629	1,629	1,629
其他非流动负债	4,824	4,824	4,824	4,824
非流动负债合计	6,453	6,453	6,453	6,453
负债合计	10,176	9,723	10,017	10,342
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
资本公积	928	928	928	928
留存收益	3,561	5,144	6,932	8,951
归属母公司权益	6,152	7,735	9,524	11,542
少数股东权益	2,390	2,548	2,726	2,926
股东权益合计	8,542	10,283	12,249	14,468
负债和股东权益合计	18,718	20,006	22,266	24,810

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	871	1,899	2,148	2,427
折旧与摊销	1,500	1,525	1,590	1,647
财务费用	193	91	66	57
投资损失	-14	-31	-31	-31
营运资金变动	-283	74	-149	-167
其他经营现金流	-65	35	36	36
经营性现金净流量	2,203	3,593	3,661	3,969
投资性现金净流量	-1,771	-1,385	-885	-735
筹资性现金净流量	-228	-1,122	-271	-288
现金流量净额	222	1,086	2,504	2,946

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,221	9,276	10,413	11,694
营业成本	4,869	5,239	5,903	6,636
税金及附加	389	436	489	549
销售费用	1	1	1	2
管理费用	461	557	614	678
研发费用	52	46	52	58
财务费用	193	91	66	57
资产减值损失	-4	-33	-37	-42
信用减值损失	-2	-2	-2	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	14	31	31	31
公允价值变动损益	-71	0	0	0
资产处置收益	-2	-2	-2	-2
其他收益	17	8	8	8
营业利润	1,208	2,908	3,284	3,706
营业外收入	1	17	17	17
营业外支出	3	20	20	20
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,206	2,905	3,281	3,703
所得税	335	983	1,111	1,254
净利润	871	1,922	2,170	2,450
少数股东损益	67	157	178	201
归属母公司股东净利润	804	1,764	1,993	2,249
EPS(元)	0.48	1.06	1.20	1.35

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	15.23%	28.47%	12.25%	12.30%
营业利润增长率	41.75%	140.70%	12.92%	12.85%
归母净利润增长率	78.21%	119.47%	12.94%	12.86%
经营现金流增长率	102.09%	63.11%	1.87%	8.42%
盈利能力				
毛利率	32.58%	43.52%	43.31%	43.25%
净利率	12.06%	20.72%	20.84%	20.95%
ROE	13.07%	22.81%	20.92%	19.48%
ROA	4.30%	8.82%	8.95%	9.06%
估值倍数				
P/E	40.96	18.66	16.53	14.64
P/S	4.56	3.55	3.16	2.82
P/B	5.35	4.26	3.46	2.85
股息率	0.25%	0.55%	0.62%	0.70%
EV/EBITDA	10	8	7	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。