

赤峰黄金 (600988.SH)

乘势而上，优质黄金矿企持续进阶

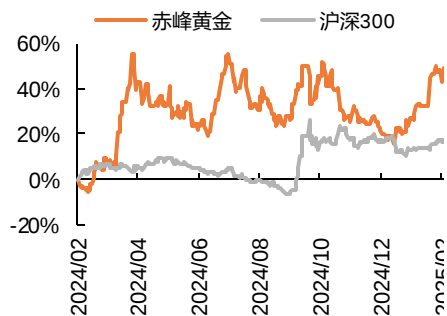
推荐 (首次)

2 月 26 日：19.18 元

主要数据

行业	有色金属
公司网址	www.cfgold.com
大股东/持股	李金阳/ 11.44%
实际控制人	李金阳
总股本(百万股)	1664
流通 A 股(百万股)	1664
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	319
流通 A 股市值(亿元)	319
每股净资产(元)	4.28
资产负债率(%)	50.74

行情走势图



证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn

平安观点：

- **持续进阶的国际化黄金矿企。**赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司主要经营黄金及有色金属采选业务，公司拥有中国、东南亚和西非的 7 个矿业开发项目。公司黄金业务纯度高，2023 年公司矿产金业务营收规模占比超 87%，毛利占比约 96%。矿产金产量稳步提升，2023 年公司矿产金产量 14.35 吨，同比增长 5.8%。2024 年前三季度黄金产量达 10.7 吨，同比增长 5.1%。公司享有较高成本优势：2024 年上半年，全球金矿生产总维持成本达 1388 美元/盎司，同比上涨 6%；而公司 2024 年上半年矿产金维持成本为 264.67 元/克（折算约为 1158.6 美元/盎司），同比下降 0.9%，显著低于全球生产成本。
- **金矿资源丰富，内外项目齐驱打开成长空间。**公司保有丰富的矿产资源，2023 年公司黄金保有资源量达 1.27 亿吨，黄金金属资源量约 454 吨。公司在国内主要运营吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业等高品位黄金矿山，在境外加速海外项目扩建，黄金资源打开成长空间；截至 2023 年金星瓦萨及塞班铜金矿黄金资源量分别达 9280 万吨和 1500 万吨，预计到 2025 年，塞班铜金矿地下开采产能将由 53.6 万吨增长至 80.6 万吨；到 2028 年瓦萨金矿年选矿量将达为 330 万吨，黄金年产量达 35 万盎司。
- **长期主线明确，金价有望延续上行。**我们认为，在特朗普政府执政背景下，其政策不确定性将驱动黄金避险属性持续定价。美国联邦政府债务风险加速放大，美元信用体系逐步弱化，货币属性和避险属性支撑黄金的储备地位重新持续抬升。近两年来央行购金规模维持高位，2024 年全球央行购金 1180 吨，同比增长 12.3%，央行购金节奏进一步背书黄金“硬通货”属性，此背景下黄金投资需求与金价或将螺旋上升，金价预计仍将呈现持续上涨趋势。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6267	7221	9102	10619	11404
YOY(%)	65.7	15.2	26.1	16.7	7.4
归母净利润(百万元)	451	804	1786	2123	2302
YOY(%)	-22.6	78.2	122.1	18.9	8.4
毛利率(%)	28.6	32.6	43.1	43.4	43.7
净利率(%)	7.2	11.1	19.6	20.0	20.2
ROE(%)	8.7	13.1	22.7	21.4	18.9
EPS(摊薄/元)	0.27	0.48	1.07	1.28	1.38
P/E(倍)	70.7	39.7	17.9	15.0	13.9
P/B(倍)	6.2	5.2	4.1	3.2	2.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

■ 盈利预测与投资建议：

金价方面来看，我们认为特朗普政府执政背景下，美元信用走弱仍是长期助推金价进入趋势上升的核心主线。央行购金节奏预计仍将持续，黄金价格中枢有望逐步走高。公司黄金业务纯度较高，在金价上涨趋势下有望充分受益。同时公司具有较高的成本优势，盈利能力高于行业平均水平，享有更高的业绩弹性。随着国内外扩建矿山项目的逐步落地，公司矿产金产量也将实现稳步提升，量增逻辑进一步打开公司业绩成长空间。预计公司 2024-2026 年营业收入为 91.02、106.19、114.04 亿元，归母净利润为 17.86、21.23、23.02 亿元。对应 PE 为 17.9、15.0、13.9 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ 风险提示：

- 1. 金属价格波动的影响。**如果海外宏观政治局势出现超预期变化，则或一定程度影响黄金需求，金价或面临较大波动，公司业绩可能会受到一定影响。
- 2. 公司扩产项目大幅不及预期。**如果公司扩产项目受到政策变化或设备等方面的影响，施工进度大幅不及预期，则可能对公司业绩产生影响。
- 3. 安全生产风险。**矿山开采可能涉及较多风险，包括自然灾害以及其他突发事件等，如果矿山开采出现超预期事故，可能对企业盈利带来较大影响。

正文目录

一、持续进阶的国际化黄金矿企.....6

1.1 内外兼修，国际黄金矿企稳步成长..... 6

1.2 主业坚实，矿产金贡献主要利润 7

1.3 “以金为主”，产品结构持续优化 8

1.4 降本增效，成本优势显著 9

二、金矿资源丰富，内外项目齐驱打开成长空间..... 11

2.1 国内金矿资源丰富 11

2.2 海外项目释放成长空间 13

三、长期主线明确，金价有望延续上行..... 14

3.1 特朗普政策不确定性或为常态，黄金避险属性持续定价..... 15

3.2 美国政府债务风险放大，美元信用体系弱化 16

3.3 央行购金节奏持续，黄金储备仍有抬升空间 17

四、盈利预测与投资建议..... 18

4.1 基本假设 18

4.2 投资建议 19

五、风险提示 20

图表目录

图表 1 公司股权结构集中（截至 2024 年 9 月 30 日）	6
图表 2 公司发展历程	7
图表 3 公司营收及同比增速	7
图表 4 公司归母净利润及同比增速	7
图表 5 公司营收结构及黄金营收同比增速	8
图表 6 公司毛利结构	8
图表 7 公司矿产金产销及同比增速	8
图表 8 电解铜产销	8
图表 9 铅精粉产销	9
图表 10 锌精粉产销	9
图表 11 全球矿产金全维持成本	9
图表 12 公司矿产金成本	10
图表 13 公司国内矿山矿产金成本	10
图表 14 万象矿业成本	10
图表 15 金星瓦萨成本	10
图表 16 公司毛利率逐步走高	10
图表 17 公司分区域毛利率	10
图表 18 公司自有矿山情况	11
图表 19 吉隆矿业历史生产情况	12
图表 20 五龙矿业历史生产情况	12
图表 21 锦泰矿业矿石年产量	13
图表 22 华泰矿业矿石年产量	13
图表 23 塞班股权结构	14
图表 24 塞班铜金产量	14
图表 25 瓦萨股权结构	14
图表 26 瓦萨黄金产量	14
图表 27 黄金及实际利率	15
图表 28 特朗普政府主要政策导向	15
图表 29 美国债务规模持续攀升	16
图表 30 美国财政支出及同比增速	16
图表 31 CBO 预测联邦赤字维持高位	16
图表 32 央行购金规模	17

图表 33 全球黄金储备 17

图表 34 全球黄金储备及相对占比 17

图表 35 标普 500VIX..... 18

图表 36 美国政策不确定性指数抬升 18

图表 37 SPDR 持仓情况 18

图表 38 COMEX 持仓情况 18

图表 39 公司主要产品销量预测 19

图表 40 公司各板块业务预测 19

图表 41 可比公司估值表 20

一、持续进阶的国际化黄金矿企

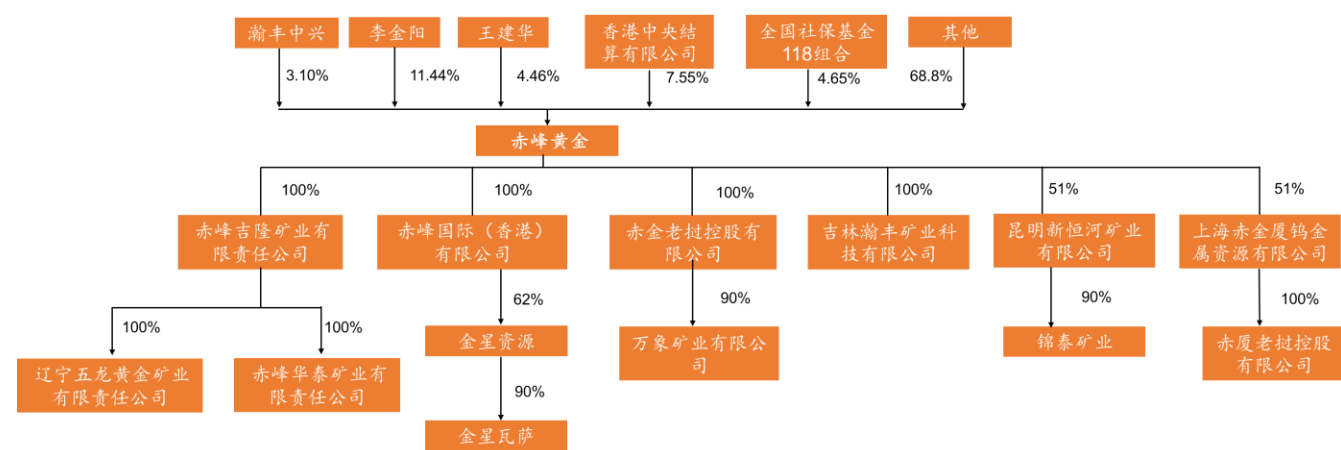
1.1 内外兼修，国际黄金矿企稳步成长

赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司主要经营黄金及有色金属采选业务，拥有独立的黄金、有色金属矿山，已形成探矿、采矿以及选矿一体化产业链，主要产品为黄金、电解铜等贵金属及有色金属。公司拥有中国、东南亚和西非的 7 个矿业开发项目，包括中国境内的撰山子金矿、五龙金矿、红花沟金矿、溪灯坪金矿、天宝山锌铅铜钼多金属矿，海外方面主要包括老挝的塞班金铜矿、加纳的瓦萨金矿，资源优势显著。

李金阳女士为公司实控人，子公司协同构建金属业务版图。截至 2024 年 Q3，李金阳女士为公司控股股东及实际控制人，持有公司股份 11.44%；董事长王建华先生持股占比 4.46%。公司子公司吉隆矿业、五龙矿业、华泰矿业及锦泰矿业从事黄金采选业务；子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的控股子公司万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼；位于加纳的控股子公司金星瓦萨主要从事黄金采选业务。此外，公司控股子公司广源科技属资源综合回收利用行业，从事废弃电器电子产品处理业务。

公司经营管理团队经验丰富，涵盖企业管理、采矿、选矿、地质、测量等各个专业。董事长王建华先生在矿业领域深耕多年，拥有丰富的矿山并购及管理经验。在董事长王建华先生的带领下，经过管理层近几年的探索和实践，公司逐步建立了符合自身实际的管理模式，聚焦黄金主业，实现资源储量大幅增长。

图表1 公司股权结构集中（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

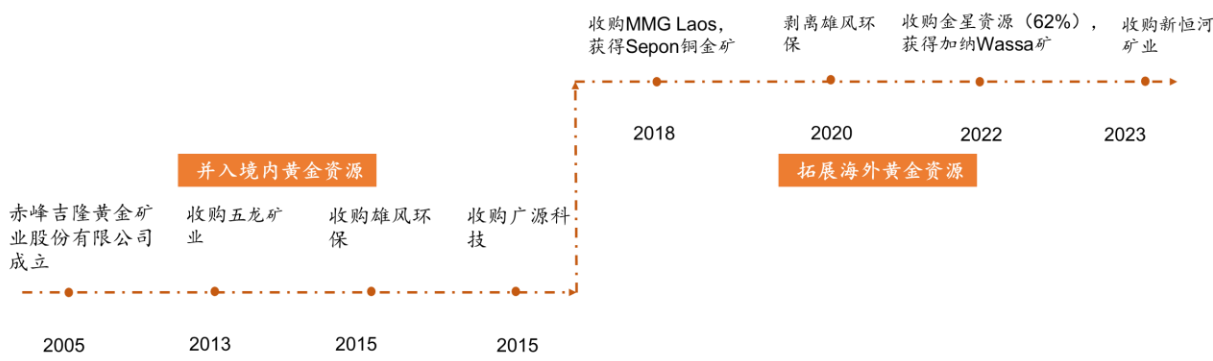
公司于 2005 年成立，2012 年重组上市，此后积极进行黄金资源扩展。公司发展沿革根据业务重心转换主要可以分为两个主要阶段：

1) 2018 年前：境内黄金资源并入，有色回收业务并行。2013 年公司收购五龙矿业扩充黄金资源储备。2015 年，公司收购雄风环保及广源科技进一步增加有色回收业务。

2) 2018 年至今：拓展海外金矿资源，聚焦黄金主业。2018 年公司收购 MMG Laos100% 股权，间接持有老挝万象矿业 90% 股权。2020 年，公司贯彻“以金为主”战略，剥离雄风环保 100% 股权。2020 年公司出售雄风环保，专注黄金采选业务。2023 年公司收购新恒河矿业 51% 股权，进一步扩展国内黄金资源布局。

2013 年公司收购五龙矿业扩充黄金资源储备。2018 年公司收购 MMG Laos100% 股权，间接持有老挝万象矿业 90% 股权。2020 年，公司贯彻“以金为主”战略，剥离雄风环保 100% 股权。2022 年收购金星资源，拓展海外黄金资源布局。

图表2 公司发展历程

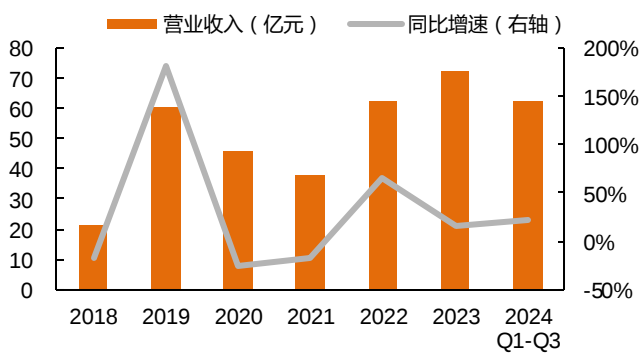


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 主业坚实，矿产金贡献主要利润

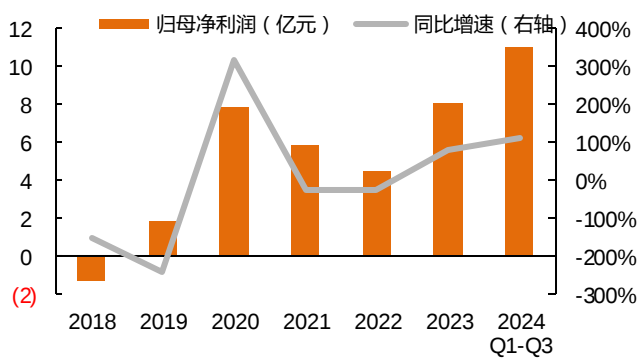
近年来公司业绩实现持续增长。2023年公司营收 72.21 亿元，同比增长 15.2%。2024 年前三季度营收规模 62.23 亿元，同比增长 22.9%。2024 年前三季度归母净利润 11.05 亿元，同比增长 112.6%。从业务结构来看，随着公司贯彻“以金为主”战略，矿产金业务营收及毛利占比近年来实现持续提升，2023 年公司矿产金业务营收规模 63.22 亿元，营收占比超 87%；对应毛利规模 22.57 亿元，占比约 96%。

图表3 公司营收及同比增速



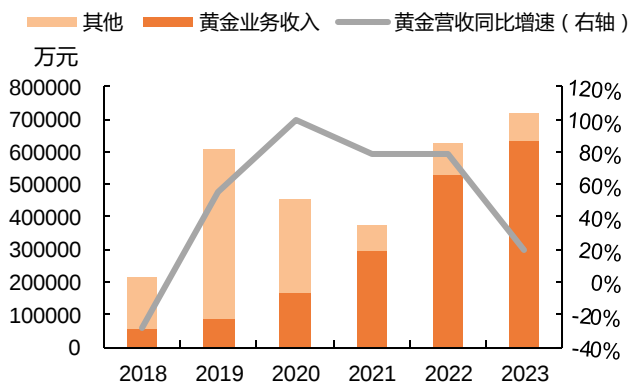
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司归母净利润及同比增速



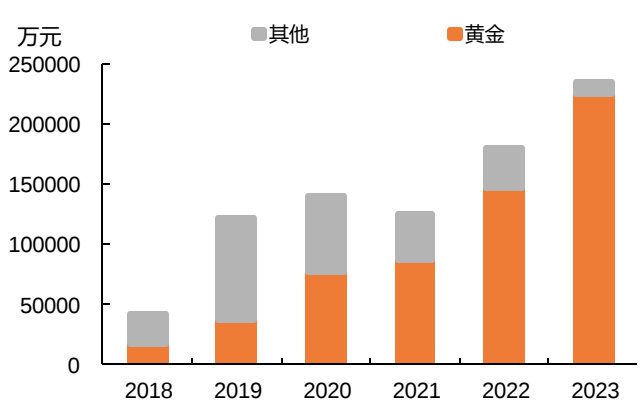
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司营收结构及黄金营收同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司毛利结构

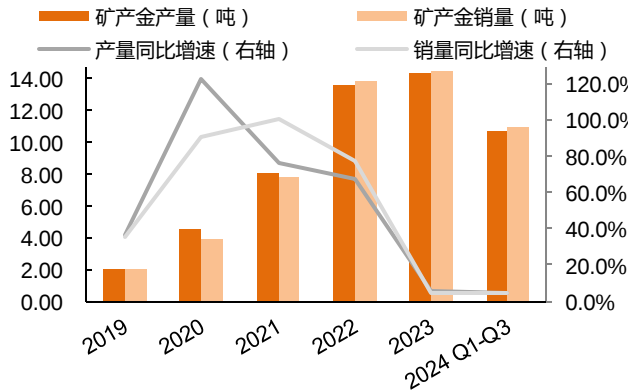


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 “以金为主”，产品结构持续优化

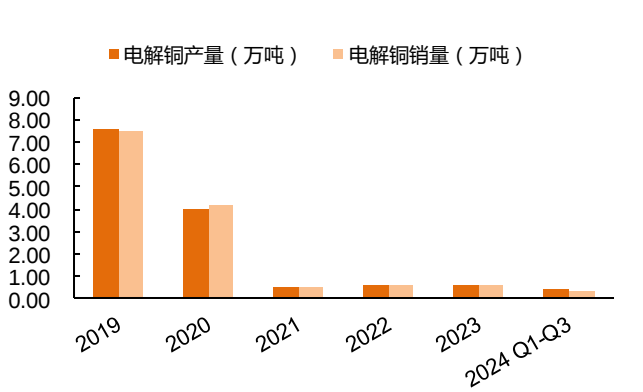
产品产销方面，“以金为主”的发展战略指引及海外黄金资源并入背景下，公司产品结构实现持续优化。2023 年公司矿产金产量 14.35 吨，同比增长 5.8%；销量 14.51 吨，同比增长 4.7%。2024 年前三季度黄金产销进一步提升，产量达 10.7 吨，同比增长 5.1%；销量达 10.9 吨，同比增长 4.9%。非金产品方面，自 2021 年万象矿业转向生产黄金后，电解铜产量规模缩减，2024 年前三季度产量约 4000 吨。此外，子公司瀚丰矿业从事的锌、铅、铜、钼采选业务，在 2023 年受生产设施改造影响，产品产销均呈现一定波动。2023 年铅精粉产量同比减少 18%，锌精粉产量同比下降 48.8%。

图表7 公司矿产金产销及同比增速



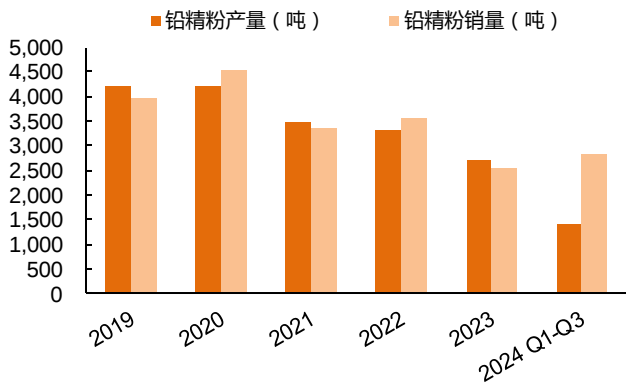
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 电解铜产销



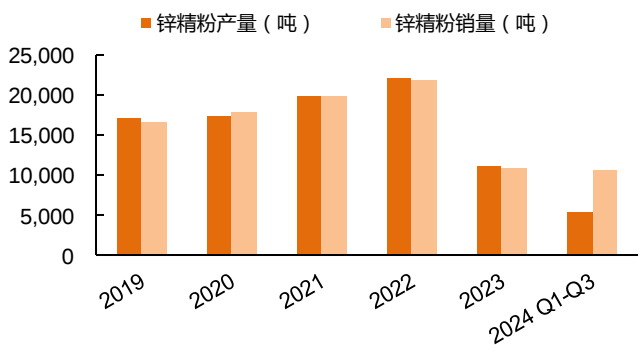
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 铅精粉产销



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 锌精粉产销



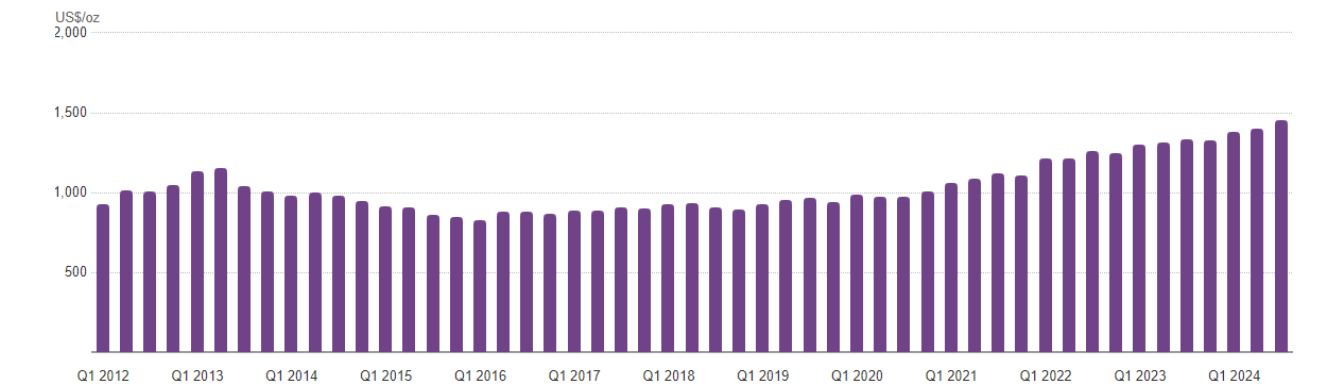
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.4 降本增效，成本优势显著

资源优势与管控能力齐驱，公司成本优势显著。根据世界黄金协会数据，近年来全球金矿总维持成本呈现逐步上涨趋势，截至 2024 年上半年，全球金矿生产总维持成本达 1388 美元/盎司，同比上涨 6%。公司 2024 年上半年矿产金维持成本为 264.67 元/克，同比下降 0.9%，折算约为 1158.6 美元/盎司，较全球水平具有显著成本优势，同时在行业生产成本上升趋势下，公司生产成本微降，降本控费效果显著。

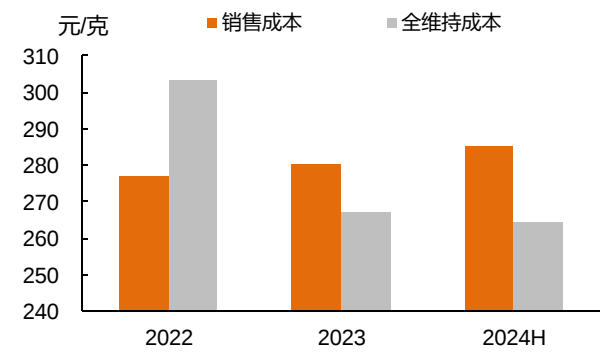
公司矿山品位优势打造成本优势。公司境内黄金矿业子公司所属部分矿山的矿石品位较高，属于国内当前少有的高品位富矿床，相比同类黄金矿山企业，黄金生产的单位成本较低，2024 年上半年公司境内矿山全维持成本折算约 997.9 美元/盎司，位于全球成本曲线前端。

图表11 全球矿产金全维持成本



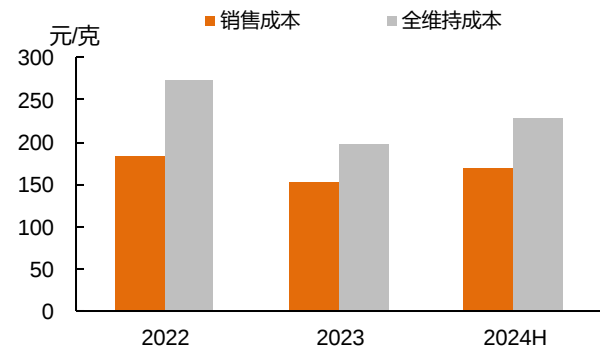
资料来源：世界黄金协会，平安证券研究所

图表12 公司矿产金成本



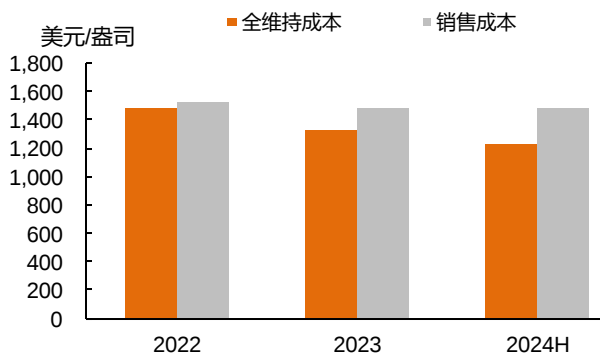
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 公司国内矿山矿产金成本



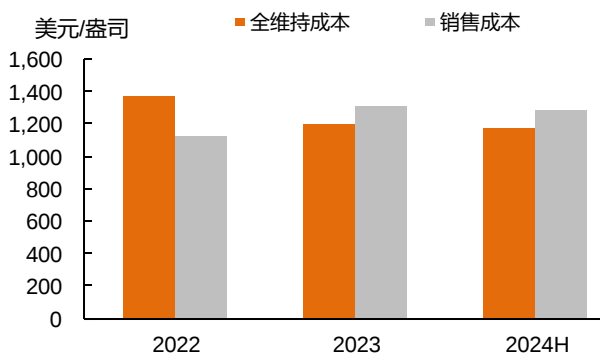
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 万象矿业成本



资料来源：公司公告，平安证券研究所

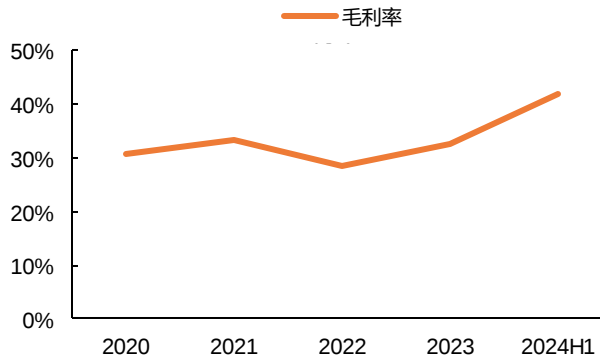
图表15 金星瓦萨成本



资料来源：公司公告，平安证券研究所

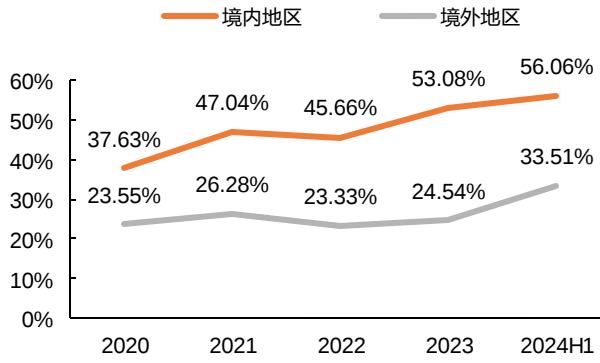
近两年来公司毛利率实现显著提升。2024 年前三季度，公司毛利率达 41.96%，较 2023 年前三季度提升 11.19 个百分点。分区域来看，境内地区毛利率相对较高，2024 年上半年达 56.06%，境外地区毛利率达 33.51%，较历年毛利率水平实现显著抬升。除了受益于高品位矿石资源外，公司近年来多措并举实现降本控费。依托公司资源优势，公司加强采矿管理，降低损失率、贫化率；境内外矿山进一步优化工程服务及物资采购，降本效果显著。

图表16 公司毛利率逐步走高



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表17 公司分区域毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、金矿资源丰富，内外项目齐驱打开成长空间

公司保有丰富的矿产资源，包括国内五座矿山和海外两座矿山，2023 年公司黄金保有资源量达 1.27 亿吨，黄金金属资源量约 454 吨。其中国内核心金矿资源主要包括吉隆矿业、华泰矿业及五龙矿业等子公司所属矿山；海外金矿资源主要包括万象矿业塞班金铜矿及金星瓦萨。此外，公司保有铜锌铅钼等其他金属资源，2023 年保有资源量为：铜金属 48 万吨、锌金属 55 万吨、铅金属 2.6 万吨、钼金属 7.8 万吨。

2.1 国内金矿资源丰富

公司国内黄金矿山均分布于重点成矿带，矿石资源品位高且找矿潜力巨大，主要运营吉隆矿业、五龙矿业、华泰矿业等高品质黄金矿山，拥有国内金矿共 10 宗采矿权和 9 宗探矿权。综合来看，公司国内在产矿山黄金品位均处于国内较高水平。

图表18 公司自有矿山情况

矿山名称	主要品种	类别	资源量（百万吨）	品位（g/t,%）	年产量（万吨）
五龙矿业	黄金	探明+控制+推断	3.04	7.77	10
吉隆矿业撰山子金矿	黄金	探明+控制+推断	1.53	10.18	18
华泰矿业红花沟金矿	黄金	探明+控制+推断	3.81	7.01	18.89
锦泰矿业溪灯坪金矿	黄金	探明+控制+推断	11.05	1.28	14
万象矿业塞班金铜矿	黄金	探明+控制+推断	15.00	3.70	300
	铜		58.00	0.80	150
金星瓦萨	黄金	探明+控制+推断	92.80	3.43	270
	锌			2.77	
瀚丰矿业立山矿	铜	探明+控制+推断	19.95	0.08	60.00
	铅			0.13	
瀚丰矿业东风矿	钼	探明+控制+推断	65.36	0.12	9.90

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 吉隆矿业

吉隆矿业撰山子金矿位于国内最重要的巨型黄金成矿带之一，拥有 2 宗采矿权 1 宗探矿权，属于国内少有的高品位富矿床，矿区矿石品位高，开采难度小，成本低。近年来公司持续投资在矿区外围和深部进行资源勘探并取得显著成果。2023 年底，公司完成了撰山子金矿四采区、五采区、六采区及七采区四项探矿权合并转采矿权手续，产能为 6 万吨/年。2024 年 6 月，吉隆矿业新增 18 万吨金矿石选矿扩建项目顺利建设完成，7 月启动试生产，选矿产能由 12 万吨/年提升至 30 万吨/年，选矿处理能力增长 150%，公司规划 2025 年底前将采矿产能提升至 30 万吨。

图表19 吉隆矿业历史生产情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 Q1
原矿处理量（万吨）	14.37	15.28	15.26	3.33
原矿品位（克/吨）	7.51	6.23	9.33	6.56
黄金回收率（%）	97.08	96.61	97.66	96.67
黄金产量（吨）	1.05	0.92	1.39	0.21

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 五龙矿业

五龙矿业于 2008 年 4 月成立，公司于 2013 年 11 月对其完成 100%收购。五龙金矿拥有三个活跃的地下矿区，主要产品为含金量 50g/t 及以上的金精粉，截至 2023 年，金属资源量达 23.62 吨，2023 年黄金产量 1.89 吨。五龙矿业拥有 1 宗采矿权和 2 宗探矿权，五龙矿业通过井下技改工程加快提升采矿能力，以满足 3000 吨/天选厂需求，随着选厂处理规模逐步提升，上半年日均处理矿量已达 2000 吨左右。公司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，继续投资实施“找大矿建大矿”项目。

图表20 五龙矿业历史生产情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 Q1
原矿处理量（万吨）	38.2	41.9	57.9	13.9
原矿品位（克/吨）	2.48	3.42	3.53	3.17
精矿产量（万吨）	1.46	2.51	3.31	0.67
精矿品位（克/吨）	57.93	51.5	57.01	60.6
黄金回收率（%）	89.37	90.39	92.23	91.97
黄金产量（吨）	0.85	1.29	1.89	0.41

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 锦泰矿业

2023 年 1 月，公司完成收购新恒河矿业 51%的股权，新恒河矿业直接持有锦泰矿业 90%的股权。锦泰矿业溪灯坪金矿拥有一宗采矿权及一宗探矿权，截至 2023 年，矿山保有金金属量 14.144 吨，14 万吨/年采选建设工程项目 2023 年 3 月开工，2023 年 10 月完成全部项目建设并投入生产使用，同时所有生产流程全线拉通，年度处理矿量（干量）12.29 万吨。锦泰矿业二期探转采申请手续亦在按计划办理。

图表21 锦泰矿业矿石年产量

	2023 年	2024 年 Q1	总计
开采矿石（吨）	95930	222200	318130
磨矿（吨）	122924	222200	345124
品位（克/吨）	0.83	0.64	0.71

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 华泰矿业

华泰矿业于 2005 年 1 月成立，持有六宗采矿权，主要产品为含金量超过 65%的合质金。2022 年起公司制定战略并起草计划，扩大及提高华泰矿业采矿许可证内各矿区的产能。由于技改华泰金矿的采矿活动受到影响，当前处于停产状态。公司预计基础设施开发将于 2026 年底前基本完成，2027 年华泰矿业有望将逐步恢复生产。

图表22 华泰矿业矿石年产量

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
矿石（千吨）	59592	53071	16929	-
品位（克/吨）	2.37	1.89	1.80	-

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 瀚丰矿业

瀚丰矿业于 2004 年 9 月成立，2019 年公司完成收购其全部股权。瀚丰矿业主要产品包括锌精粉、铅精粉（含银）、铜精粉（含银）及钼精粉，矿山主要包括立山矿区和东风矿区。瀚丰多金属矿的设计年采矿产能约为 69.9 万吨，设计年选矿产能约为 82.5 万吨。矿山扩建工作同步推进，东风钼矿预计将于 2025 年开工建设，预计年采矿能力为每年 165 万吨，年产钼精矿 3,990 吨，钼含量为 47%。

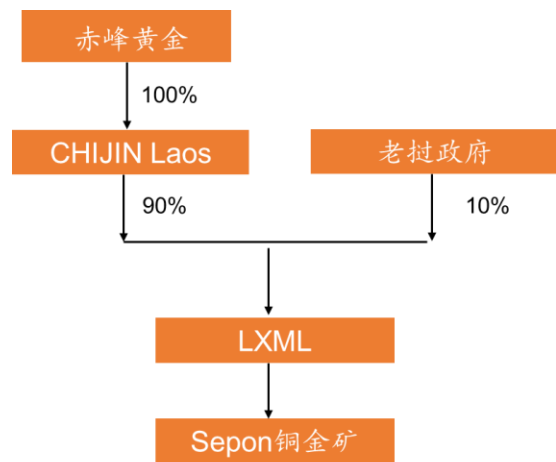
2.2 海外项目释放成长空间

公司境外黄金资源打开公司成长空间。公司海外资源主要包括老挝万象矿业-塞班金铜矿及加纳金星瓦萨金矿，两座矿山具有较好开发前景。其中，塞班位于老挝重要的内生金属矿带，金铜资源量丰富，截至 2023 年塞班金铜矿黄金资源量达 1500 万吨，铜资源量 5800 万吨；瓦萨矿区位于著名的加纳最大的金矿带——Ashanti 金矿带，截至 2023 年金星瓦萨黄金资源量达 9280 万吨。

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，赤峰黄金拥有塞班矿 90%的权益，老挝政府拥有 10%的权益。塞班矿开采方式为露天开采和地下开采相结合，拥有金和铜两条独立生产线。总产能为 380 万吨/年，其中原生矿 220 万吨/年，氧化矿 160 万吨/年。公司近年来加速建设塞班矿山的露天及地下开采项目，预计到 2025 年，地下开采产能将由 53.6 万吨增长至 80.6 万吨。同时公司加速对 Discovery West Deeps 和 Phavat North 勘探前景进行建模研究，预计 2026-2027

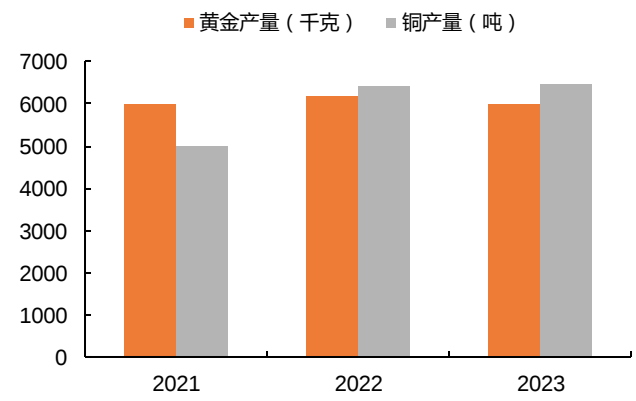
年地下开采能力将进一步提升。

图表23 塞班股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 塞班铜金产量

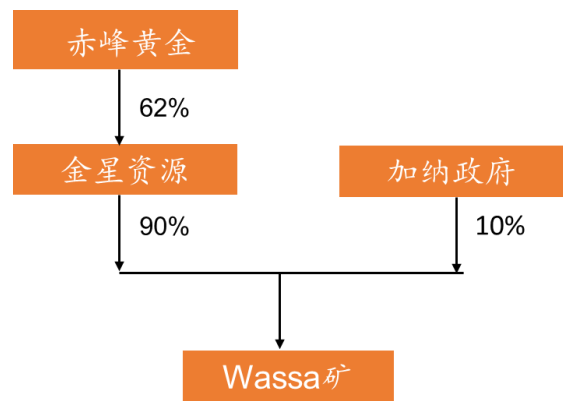


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司控股子公司金星瓦萨运营加纳瓦萨金矿，开采方式为地下开采与露天开采相结合，选厂年处理矿石能力约 270 万吨。2023 年黄金总产量为 5.0 吨，主要由于3季度遭遇了特大洪水灾害，对高品位采矿生产造成较大影响。2024 年上半年，瓦萨矿大幅提升了自有队伍的生产效率，选厂处理能力提升至 9000 吨/天，回收率也取得小幅度提升至接近 96%，黄金产量同比有所提升。

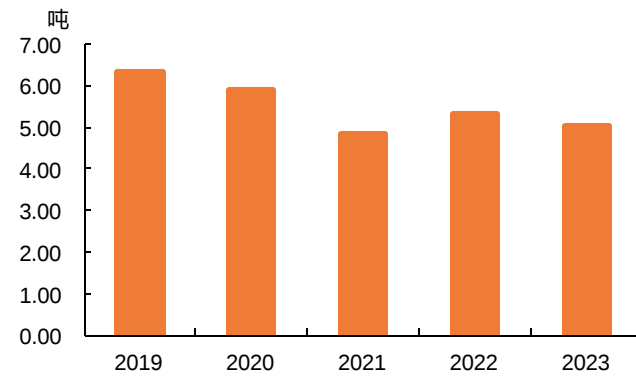
公司采取多项措施推动瓦萨金矿采选规模进一步提升，包括加大勘探力度，升级采选矿基础设施，推动运营效率提高并降低成本，同时将平均黄金加工回收率维持在 95%至 96%。公司预计于 2028 年前，将瓦萨金矿打造成年选矿量约为 330 万吨，年产金 35 万盎司的矿山项目。

图表25 瓦萨股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 瓦萨黄金产量



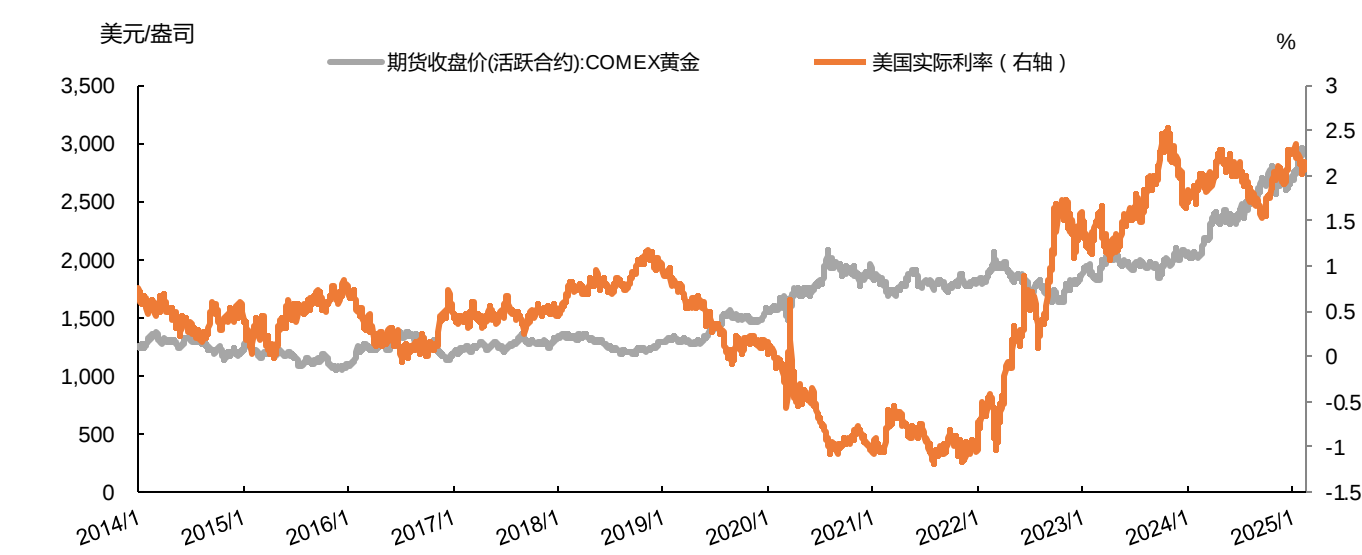
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、长期主线明确，金价有望延续上行

黄金作为底层储备的地位持续凸显。近两年来黄金定价脱离传统范式，历史上与其负相关性较高的美国实际利率解释力度大幅下降，背后对应着美元信用的逐步走弱。美元信用走弱意味着纯粹的美国经济走势不再作为唯一核心变量与金价形成较稳定的“你强我弱”关系，也即在目前的宏观背景下，美元信用走弱让黄金作为不生息金融资产的属

性淡化，其货币属性和避险属性支撑的底层储备地位持续抬升。

图表27 黄金及实际利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.1 特朗普政策不确定性或为常态，黄金避险属性持续定价

特朗普保护主义倾向明显，上任以来在移民、环保及经济政策等方面签署大量行政令，关税政策是其上任初期对全球经济贸易影响较大的政策方向之一，但政策落地及执行仍充满反复及不确定性。关税政策或将一定程度上冲击当前全球贸易体系，甚至可能冲击其部分西方贸易伙伴的内部经济制度安排。

此外，特朗普政府的财政、监管、移民等政策仍待进一步落地，市场此前虽有一定的预期，但考虑特朗普个人的政治风格，以及其多项政策主张落地的综合成本较大，整体不确定性仍存。同时当前海外地缘政治局势较为复杂，对美国经济的系统性影响逐步提升，特朗普对海外地缘局势的干预进一步增加，扰动因素再增。

整体来看，我们认为特朗普上任后，其政策导向及政策落地过程的不确定性急剧抬升，对美国经济及对各经济体衍生影响进一步放大。黄金作为底层储备，其避险属性受此驱动或已进入逐步增强阶段。

图表28 特朗普政府主要政策导向

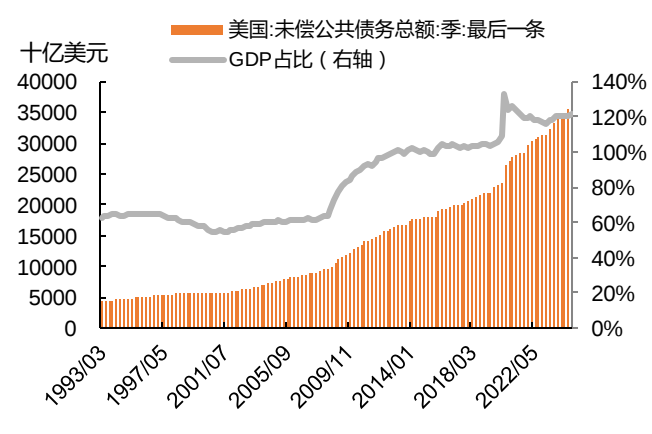
政策	政策导向
支出政策	主张加征关税、减少政府开支以缓解债务压力，但同时涉及多项扩大支出举措，如 TCJA 永久化、基建投资等，仍倾向于宽财政。
货币政策	仍倾向宽货币政策，并维持弱美元+低利率主张
产业政策	仍通过对内产业政策、对外关税政策来保护国内产业，其中对内将继续支持传统能源、并主张重振汽车与国防工业，新增助力加密货币、AI、航天等新兴产业
关税政策	主张取消部分国家的最惠国待遇，并对全球加征基础关税。

资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 美国政府债务风险放大，美元信用体系弱化

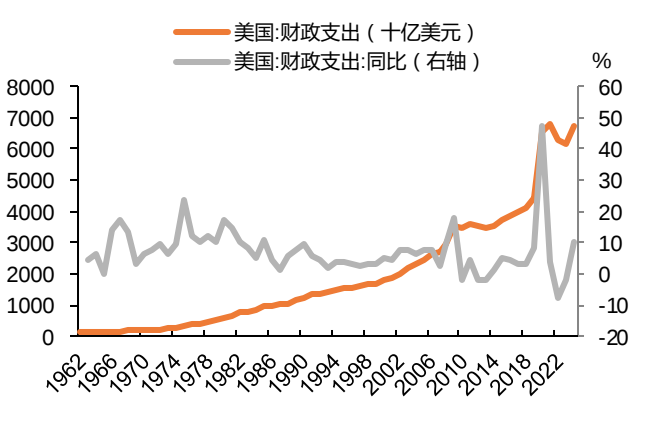
截至 2024 年 12 月，美国债务规模 GDP 占比达 121.3%，债务规模进一步攀升至 36 万亿美元，触及债务上限。CBO 预测 2025 年联邦赤字为 1.9 万亿美元，到 2035 年将增长到 2.7 万亿美元。美国联邦政府债务风险加速放大，持续提升债务上限或货币化均将导致美元信用的进一步受损。同时，关税政策的实施预计将较大程度损伤美国的全球贸易链，进一步带来美元的外汇储备份额下行，美元信用走弱预计将进一步强化。

图表29 美国债务规模持续攀升



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表30 美国财政支出及同比增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表31 CBO 预测联邦赤字维持高位

The Budget Outlook, by Fiscal Year									
	Average, 1975–2024	Percentage of GDP				Billions of dollars			
		Actual, 2024	2025	2026	2035	Actual, 2024	2025	2026	2035
Revenues	17.3	17.1	17.1	17.8	18.3	4,918	5,163	5,580	8,031
Individual income taxes	8.0	8.4	8.7	9.5	10.0	2,426	2,621	2,968	4,413
Payroll taxes	6.0	5.9	5.8	5.9	5.9	1,709	1,759	1,840	2,605
Corporate income taxes	1.8	1.8	1.7	1.6	1.2	530	524	495	517
Other	1.5	0.9	0.9	0.9	1.1	253	259	277	496
Outlays	21.1	23.7	23.3	23.3	24.4	6,826	7,028	7,294	10,730
Mandatory	11.1	14.3	14.0	14.0	15.1	4,130	4,228	4,386	6,626
Social Security	4.4	5.0	5.2	5.3	6.0	1,454	1,572	1,664	2,624
Major health care programs	3.5	5.8	5.8	5.8	6.7	1,669	1,754	1,832	2,949
Medicare	2.1	3.2	3.1	3.2	4.0	910	942	1,000	1,753
Medicaid, CHIP, and marketplace subsidies	1.3	2.6	2.7	2.7	2.7	759	812	831	1,196
Other mandatory	3.2	3.5	3.0	2.8	2.4	1,006	902	891	1,053
Discretionary	7.9	6.3	6.1	6.1	5.3	1,815	1,848	1,897	2,322
Defense	4.2	3.0	2.9	2.8	2.4	855	859	866	1,053
Nondefense	3.7	3.3	3.3	3.3	2.9	960	989	1,031	1,268
Net interest	2.1	3.1	3.2	3.2	4.1	881	952	1,010	1,783
Total deficit (-)	-3.8	-6.6	-6.2	-5.5	-6.1	-1,907	-1,865	-1,713	-2,699
Primary deficit (-)	-1.7	-3.6	-3.0	-2.2	-2.1	-1,026	-913	-703	-916
Debt held by the public at the end of each period	49.7	97.8	99.9	101.7	118.5	28,199	30,103	31,883	52,056

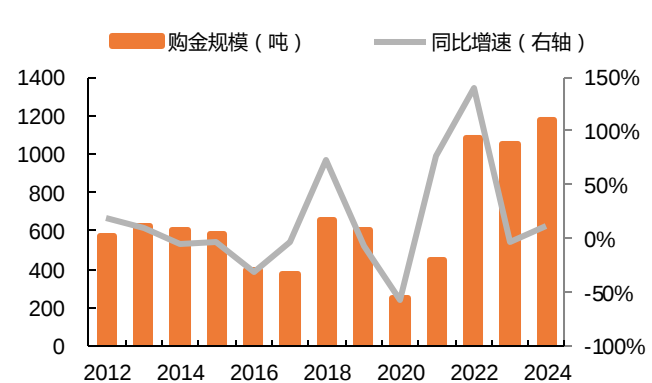
资料来源: CBO, 平安证券研究所

3.3 央行购金节奏持续，黄金储备仍有抬升空间

全球黄金储备抬升背书黄金货币属性。近两年来央行购金规模维持高位，2024 年全球央行购金 1180 吨，同比增长 12.3%。全球黄金储备同步增长，截至 2025 年 1 月已达 3.62 万吨。全球央行自 2022 年起加速黄金储备，每年购金规模均超 1000 吨，而 2015-2021 年全球央行年均购金规模不足 500 吨。美元信用边际走弱背景下，各国央行通过增加黄金储备来进一步降低对美元的依赖，增强自身整体储备的信用背书，降低系统性风险。

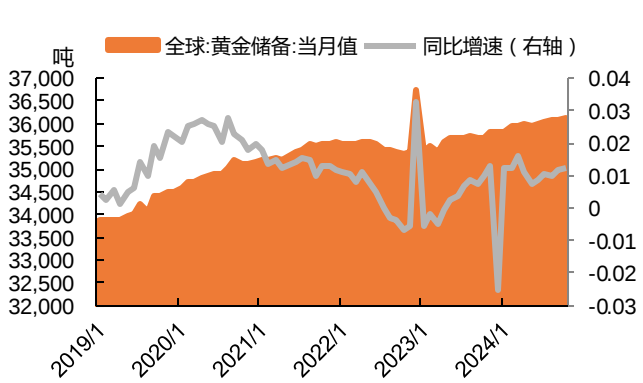
黄金储备持续增长，全球黄金对外汇储备占比实现持续提升。截至 2024 年 Q3，占比达 22.8%，较 2021 年底已提升 7.1 个百分点。我们认为特朗普政府下美国政治经济担忧持续，美元霸权地位持续受到冲击，此背景下各国央行仍将持续增加黄金储备，央行对黄金货币属性的背书将进一步增强。

图表32 央行购金规模



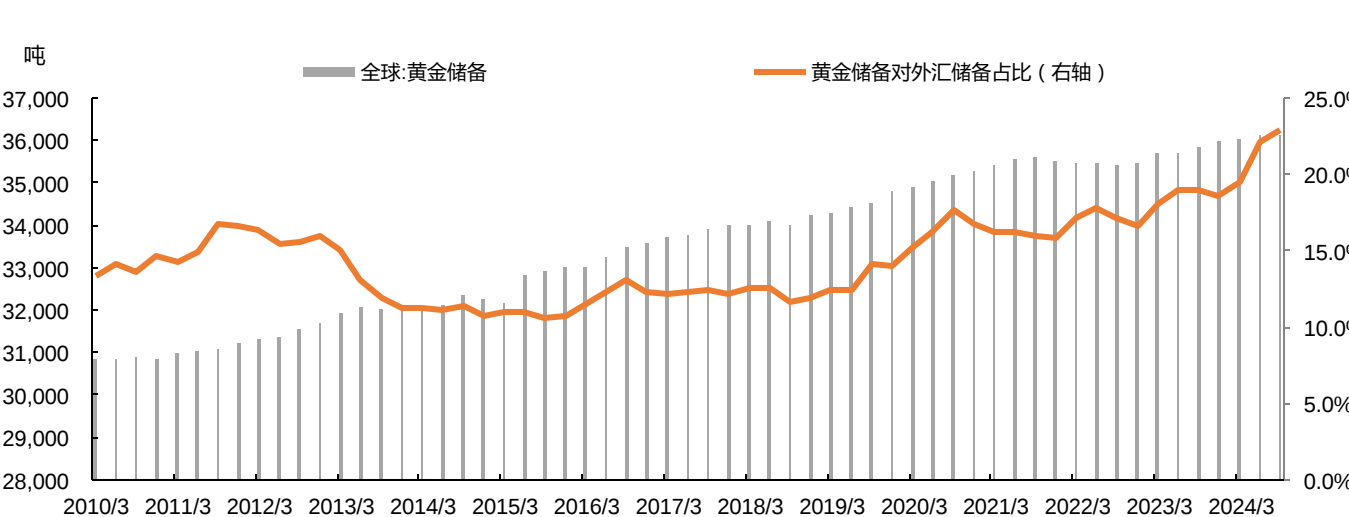
资料来源：世界黄金协会，平安证券研究所

图表33 全球黄金储备



资料来源：wind，平安证券研究所

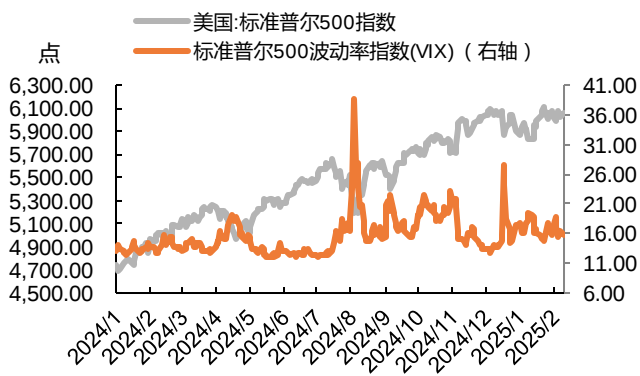
图表34 全球黄金储备及相对占比



资料来源：iFinD，平安证券研究所

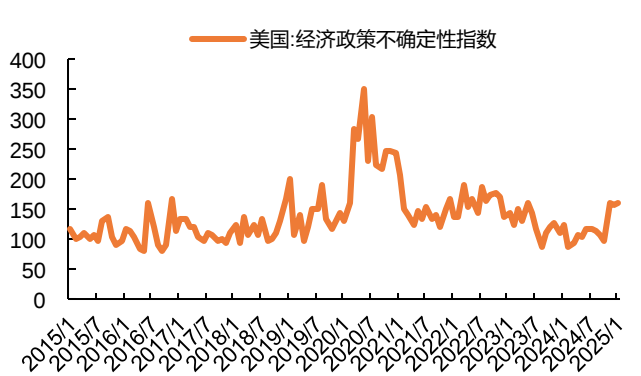
不确定性发酵降低海外风险偏好，黄金 ETF 持仓仍有上行空间。2025 年以来，特朗普上任后美国政策不确定性指数出现抬升；国内 AI 实质性进展打破美国 AI 话语权垄断，降低海外风险资产偏好。我们认为中期美元信用或仍受到两条主线压制：一是特朗普政府政策预计仍有冲击美国政治经济稳定性的市场预期；二是美国 AI 产业优势收窄，美国关键产业影响力迎来重估。当前 SPDR 黄金 ETF 持仓水平处于历史较低区间，黄金 ETF 持仓仍有上行空间。

图表35 标普 500VIX



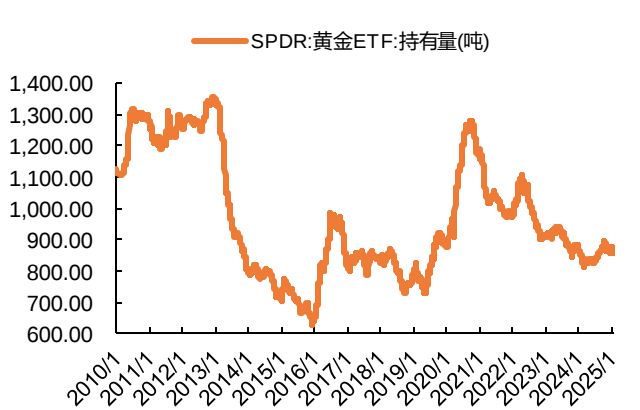
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 美国政策不确定性指数拾升



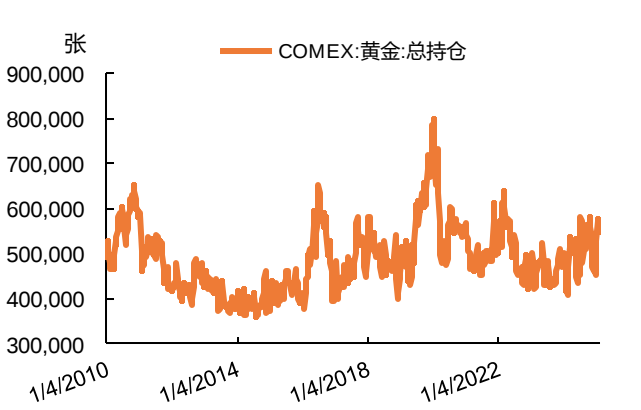
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 SPDR 持仓情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表38 COMEX 持仓情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 基本假设

4.1.1 主营产品产销量

随着公司国内外矿山扩建推进,预计黄金产量将实现持续增长,预计公司 2024-2026 年矿产金销量为 15.3、17.7、18.6 吨。电解铜产量预计维持相对稳定,2024-2026 年电解铜销量预计为 5000、5000、5000 吨。

图表39 公司主要产品销量预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
矿产金（吨）	14.5	15.3	17.7	18.6
电解铜（吨）	6429	5000	5000	5000

资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.1.2 主要产品价格及成本

特朗普政策的不确定性持续驱动，美国政府债务风险放大，美元信用体系逐步弱化，黄金避险属性持续定价；同时央行购金节奏预计仍将持续，预计金价中枢持续抬升。预计 2024-2026 年黄金价格为 540、550、560 元/克。

成本方面，随着矿山开采年限提升，品位边际下降或将一定程度抬升生产成本，预计克金成本呈小幅上升趋势，我们预计 2024-2026 年公司黄金单位成本为 288.61、294.38、297.33 元/克。

图表40 公司各板块业务预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
矿产金	营业收入（亿元）	63.2	82.5	97.2	104.0
	毛利（亿元）	22.6	38.4	45.2	48.8
	毛利率	35.7%	46.6%	46.5%	46.9%
电解铜	营业收入（亿元）	3.8	3.2	3.2	3.2
	毛利（亿元）	0.2	0.3	0.3	0.3
	毛利率	6.0%	9.0%	9.0%	9.0%
其他	营业收入（亿元）	5.2	5.3	5.8	6.8
	毛利（亿元）	0.7	0.6	0.6	0.7
	毛利率	14.1%	11.0%	10.7%	10.3%
合计	营业收入（亿元）	72.2	91.0	106.2	114.0
	毛利（亿元）	23.5	39.3	46.1	49.8
	毛利率	32.6%	43.1%	43.4%	43.7%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 投资建议

金价方面来看，我们认为特朗普政府执政背景下，美元信用走弱仍是长期助推金价进入趋势上升的核心主线。特朗普政策的不确定性驱动黄金避险属性持续定价，同时美国债务危机下，美元信用体系逐步弱化。央行购金节奏预计仍将持续，进一步背书黄金“硬通货”属性，此背景下黄金投资需求与金价或将螺旋上升。黄金价格中枢逐步走高趋势下，预计公司业绩有望实现持续增长，预计公司 2024-2026 年营业收入为 91.02、106.19、114.04 亿元，归母净利润为 17.86、21.23、23.02 亿元，首次覆盖给予“推荐”评级。

公司黄金业务纯度较高，在金价上涨趋势下有望充分受益。同时公司具有较高的成本优势，盈利能力高于行业平均水平，享有更高的业绩弹性。随着国内外扩建矿山项目的逐步落地，公司矿产金产量也将实现稳步提升，量增逻辑进一步打开公司业绩成长空间。我们选取主营业务较为一致的山东黄金、湖南黄金及山金国际作为可比公司，按 2025 年 2 月 26 日 Wind 一致预期计算的可比公司 2024 年市盈率均值为 24.0 倍，公司低于可比公司。行业景气度提升下，预计公司业绩有望实现持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表41 可比公司估值表

证券代码	证券名称	股价（元）		EPS（元/股）		P/E（倍）		
		2025/02/26	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600547.SH	山东黄金	24.11	0.77	1.11	1.40	31.3	21.7	17.3
002155.SZ	湖南黄金	17.20	0.80	1.13	1.28	21.6	15.2	13.5
000975.SZ	山金国际	16.31	0.86	1.04	1.24	19.0	15.7	13.1
可比公司平均 PE						24.0	17.5	14.6
600988.SH	赤峰黄金	19.18	1.07	1.28	1.38	17.9	15.0	13.9

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：可比公司盈利预测为 2025 年 2 月 26 日 Wind 一致预期

五、风险提示

- 1、**金属价格波动的影响。**如果海外宏观政治局势出现超预期变化，则或一定程度影响黄金需求，金价或面临较大波动，公司业绩可能会受到一定影响。
- 2、**公司扩产项目大幅不及预期。**如果公司扩产项目受到政策变化或设备等方面的影响，施工进度大幅不及预期，则可能对公司业绩产生影响。
- 3、**安全生产风险。**矿山开采可能涉及较多风险，包括自然灾害以及其他突发事件等，如果矿山开采出现超预期事故，可能对企业盈利带来较大影响。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4895	9420	15095	21177
现金	1662	5703	10777	16556
应收票据及应收账款	513	414	484	519
预付账款	84	124	144	155
其他应收款	96	373	435	467
存货	2407	2653	3081	3294
其他流动资产	133	153	174	185
非流动资产	13822	11973	9362	6222
长期投资	373	375	377	379
固定资产	6060	6032	5244	3927
无形资产	6525	4799	3073	1347
其他非流动资产	864	766	667	568
资产总计	18718	21393	24457	27399
流动负债	3722	4321	4963	5307
短期借款	850	1190	1477	1644
应付票据及应付账款	552	825	958	1025
其他流动负债	2320	2306	2528	2638
非流动负债	6453	6666	6874	7071
长期借款	1629	1842	2050	2247
其他非流动负债	4824	4824	4824	4824
负债合计	10176	10988	11837	12378
少数股东权益	2390	2528	2692	2870
股本	1664	1664	1664	1664
资本公积	928	928	928	928
留存收益	3561	5285	7336	9560
归属母公司股东权益	6152	7877	9927	12151
负债和股东权益	18718	21393	24457	27399

现金流量表单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2203	6276	6985	7631
税后经营利润	871	1924	2287	2480
折旧摊销	1500	4453	4813	5141
财务费用	193	145	150	154
投资损失	-14	-30	-30	-30
营运资金变动	-283	-225	-246	-126
其他经营现金流	-65	9	10	10
投资活动现金流	-1771	-2582	-2182	-1982
资本支出	2030	2600	2200	2000
长期投资	-18	0	0	0
其他投资现金流	276	18	18	18
筹资活动现金流	-228	347	272	131
短期借款	362	340	287	167
长期借款	-115	213	208	197
其他筹资现金流	-474	-206	-223	-233
现金净增加额	222	4040	5074	5780

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7221	9102	10619	11404
营业成本	4869	5175	6011	6426
税金及附加	389	428	478	513
销售费用	1	2	1	2
管理费用	461	610	711	764
研发费用	52	55	64	69
财务费用	193	145	150	154
资产减值损失	-4	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	17	8	8	8
公允价值变动收益	-71	0	0	0
投资净收益	14	30	30	30
资产处置收益	-2	0	0	0
营业利润	1208	2726	3240	3513
营业外收入	1	17	17	17
营业外支出	3	20	20	20
利润总额	1206	2723	3237	3511
所得税	335	799	950	1031
净利润	871	1924	2287	2480
少数股东损益	67	138	164	178
归属母公司净利润	804	1786	2123	2302
EBITDA	2899.6	7321.0	8200.7	8806.7
EPS (元)	0.48	1.07	1.28	1.38

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	15.2	26.1	16.7	7.4
营业利润(%)	41.7	125.6	18.9	8.4
归属于母公司净利润(%)	78.2	122.1	18.9	8.4
获利能力				
毛利率(%)	32.6	43.1	43.4	43.7
净利率(%)	11.1	19.6	20.0	20.2
ROE(%)	13.1	22.7	21.4	18.9
ROIC(%)	11.2	18.5	25.1	35.3
偿债能力				
资产负债率(%)	54.4	51.4	48.4	45.2
净负债比率(%)	9.6	-25.7	-57.4	-84.3
流动比率	1.3	2.2	3.0	4.0
速动比率	0.6	1.5	2.4	3.3
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	14.1	22.0	22.0	22.0
应付账款周转率	8.81	6.77	6.77	6.77
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	1.07	1.28	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	3.77	4.20	4.59
每股净资产(最新摊薄)	3.70	4.73	5.97	7.30
估值比率				
P/E	39.7	17.9	15.0	13.9
P/B	5.2	4.1	3.2	2.6
EV/EBITDA	9.71	4.59	3.58	2.74

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层