赤峰黄金：厚积薄发，行稳致远

李纵横 分析师
Email:lizongheng@lczq.com
证书:S1320524090001

投资要点：

公司主要在全球范围内从事黄金的采选和销售业务，是我国最大的民营黄金生产商。

境内管理并运营四座贵金属矿山，是公司黄金供应体系基石。五龙金矿和吉隆撰山子金矿是公司国内金矿产出的核心，矿区黄金年产量稳定，勘探增储成果显著，重点工程建设持续推进。

境外管理并运营两座贵金属矿山，是公司国际化路线的战略尝试。塞班金矿持续扮演公司黄金生产的主体角色，黄金年产量稳定增长，针对矿区难选矿石问题，公司积极进行选矿工艺攻关以提升回收率，成效显著；瓦萨金矿于 2022 年由公司购入，矿区将是公司未来黄金增量的主要来源，增产工作将围绕选矿产能及黄金探采两方面进行展开。

公司资源禀赋优异，成本控制能力出众。公司境内矿山虽产能规模相对有效，但矿石品味较高，属于国内黄金市场中极为稀缺的高品位富矿床，盈利能力处行业头部水平；国际化布局脚步领先行业，公司是国内唯一能够坐拥两座海外金矿的民营黄金矿企，境外两座矿山均具备极佳的开发前景，承担着公司远期黄金产量增长的重担。公司始终将成本控制作为战略发展的重要方向，根据所属矿山的实际情况，针对性的进行降本增效，近几年盈利能力大幅提升，负债管理效果明显，为公司未来进行资源扩张、并购整合奠定了坚实基础。

短期金价或将承压，但预期下行空间有限，年内上行机遇将来自于美联储货币政策转向所带来的流动性宽松预期，看好四季度金价走势。在关税争端与地缘风险所引发的避险需求阶段性退潮后，金价短期面临一定回调压力，但特朗普的政策制定带有浓厚的个人主义特征，关税政策后续仍旧存在反复可能，预期下行空间有限。中期来看，美联储货币政策转向将使金价重获上行动力，预计美联储将在 9 月份启动降息，年内或可兑现两次降息操作，参考历史规律，在流动性边际转宽的背景下，多数时段黄金价格跟随基准利率调整而走强，且金价拐点通常领先于货币政策调整节点，看好四季度金价走势。长期来看，《大而美法案》进一步加剧美国原本沉重的债务负担，对于黄金市场有望接力关税，为金价的长线趋势上行带来潜在机遇。

盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司营收规模分别为

投资评级：买入（首次）

股票信息

总股本(百万股)	1,900.41
流通 A 股/B 股(百万股)	1,663.91/0.00
资产负债率(%)	38.62
每股净资产(元)	5.83
市净率(倍)	4.01
净资产收益率(加权)	5.93
12 个月内最高/最低价	32.66/15.55

注：数据更新日期截止 2025 年 07 月 28 日

市场表现

相关报告

122.05 亿元、141.04 亿元、152.79 亿元；净利润分别为 36.92 亿元、43.11 亿元、48.86 亿元；归母净利润分别为 32.8 亿元、38.3 亿元、43.41 亿元，当前公司市值对应 PE 分别为 13.76、11.78、10.4 倍，参考可比公司，结合公司未来发展前景，我们对其进行首次覆盖，同时给予公司买入评级。

风险提示：重点工程进程不及预期、金价超预期调整等。

主要财务数据及预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,221	9,026	12,205	14,104	15,279
(+/-)YoY(%)	15.2%	25.0%	35.2%	15.6%	8.3%
净利润(百万元)	804	1,764	3,280	3,830	4,341
(+/-)YoY(%)	78.2%	119.5%	85.9%	16.8%	13.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.42	0.93	1.73	2.02	2.28
毛利率(%)	32.6%	43.8%	53.7%	54.1%	55.9%
净资产收益率(%)	13.1%	22.3%	30.8%	27.7%	24.9%

资料来源:公司年报(2023-2024)

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司概况：快速成长的国际化黄金生产商 6
1.1 民营金企领头羊，战略转型成果显著 6
1.2 受益于金价上行，业绩表现亮眼 8
2. 国内资源布局：黄金供应体系基石 11
2.1 五龙金矿：国内核心主力矿山，黄金产量稳定增长 11
2.2 吉隆撰山子金矿：重点工程稳步推进，增产空间可期 13
2.3 锦泰金矿：国内矿业资源布局的最后一环 14
2.4 华泰红花沟金矿：复产工作持续推进 15
3. 海外资源布局：国际化路线的战略尝试 16
3.1 万象塞班金矿：矿区经营稳健，技术攻关增量空间广阔 16
3.2 加纳瓦萨金矿：增产扩储主力军 19
4. 竞争优势：资源禀赋优异，成本控制能力出众 21
4.1 境内境外双向奔赴，成长前景可期 21
4.2 降本增效成果斐然，盈利能力行业领先 23
4.3 掌舵人运筹帷幄，员工持股上下一心 25
5. 金价判断：牛市且至半程 26
5.1 走势回顾：烈火烹油，强势表现领跑大类资产 26
5.2 避险情绪阶段性退潮，短线走势或承压 28
5.3 降息节点临近，金价再迎上行机遇 31
5.4 《大而美法案》加剧债务压力，接棒关税抬升金价长线中枢 38
6. 估值与投资建议 43
6.1 盈利预测 43
6.2 估值分析 44
7. 风险提示 44

图表目录

图 1 赤峰黄金海内外矿山分布 6
图 2 赤峰黄金公司发展历程 7
图 3 赤峰黄金公司股权结构图 7
图 4 赤峰黄金营业收入规模波动情况（万元） 9
图 5 赤峰黄金净利润规模波动情况（万元） 9
图 6 2019 年后，公司营收结构出现重大调整（万元） 9
图 7 2019 年后，公司毛利结构出现重大调整（万元） 9
图 8 赤峰黄金矿产金产量波动情况（千克） 10
图 9 赤峰黄金矿产金销售量波动情况（千克） 10
图 10 赤峰黄金总股本变动情况（万股） 10
图 11 香港联交所上市后，公司股本结构 10
图 12 五龙矿业公司股权结构 11
图 13 五龙黄金采矿权内三大地下矿区分布 11
图 14 五龙金矿黄金生产量波动情况（千盎司） 12
图 15 五龙金矿矿石开采及处理量波动情况（千吨） 12
图 16 五龙矿业营业收入波动情况（万元） 12
图 17 五龙矿业净利润波动情况（万元） 12
图 18 吉隆撰山子金矿地理位置 13
图 19 吉隆矿业为公司全资子公司 13
图 20 吉隆撰山子金矿黄金生产量波动情况（千盎司） 14
图 21 吉隆撰山子金矿矿石开采及处理量波动情况（千吨） 14
图 22 锦泰溪灯坪金矿矿区范围 15
图 23 锦泰矿业股权结构 15
图 24 万象 Speon 金铜矿地理位置 17
图 25 万象矿业股权结构 17
图 26 万象 Speon 金铜矿黄金产量波动情况（千盎司） 17
图 27 万象 Speon 金铜矿矿石开采及处理量波动情况（千吨） 17
图 28 万象矿业营收规模波动情况（万元） 18
图 29 万象矿业净利润规模波动情况（万元） 18
图 30 矿区黄金产出效率稳步提升 18
图 31 黄金回收率大幅增长 18
图 32 加纳与南非矿产金产量对比（吨） 19
图 33 2024 年全球矿产金产量分布 19
图 34 加纳 Wassa 金矿矿区分布图 19
图 35 加纳 Wassa 金矿股权结构 19
图 36 加纳 Wassa 金矿黄金产量波动情况（千盎司） 20
图 37 加纳 Wassa 金矿矿石开采及处理量波动情况（千吨） 20
图 38 矿区营收规模逐年增长（万元） 20
图 39 2024 年矿区经营走上正轨（万元） 20
图 40 主要金企境内核心矿山品味对比（克/吨） 21
图 41 境内外主营业务毛利润对比（亿元） 22
图 42 境内外主营业务毛利率对比 22
图 43 国内矿产金产量整体下行，未来增量空间有限（吨） 22
图 44 全球黄金生产总维持成本波动情况（美元/盎司） 23
图 45 公司克金成本波动情况（元/克） 24
图 46 2022 年后公司所属国内矿山克金成本大幅下行（元/克） 24
图 47 万象矿业矿产金全维持成本波动情况（美元/盎司） 24
图 48 金星瓦萨矿产金全维持成本波动情况（美元/盎司） 24
图 49 公司三费费率波动情况 25
图 50 赤峰黄金销售净利率波动情况 25

图 51 赤峰黄金资产负债率波动情况.....25
图 52 2025 年黄金价格走势回顾（美元/盎司、元/克）.....27
图 53 2025 年初至今黄金和主要大类资产收益率回报.....27
图 54 2025 年 1-5 月，美国关税政策摇摆为黄金价格不断冲高的主逻辑（美元/盎司）28
图 55 六月地缘政治风险接力关税推动金价二次冲高（美元/盎司）.....28
图 56 关税冲突边际缓和后，美国经济不确定性显著减弱.....29
图 57 全球金融压力得到阶段性释放.....29
图 58 2017-2019 年中美贸易争端时间线整理.....30
图 59 2025 年特朗普开启其第二任期后，金融市场震荡频繁，波动率指数波动中枢显著抬升（美元/盎司）.....31
图 60 二季度美国通胀数据温和回升（%）.....32
图 61 六月国际油价触底反弹（美元/桶）.....32
图 62 6 月美国新增就业人数超预期（千人）.....33
图 63 失业率小幅下行（% ）.....33
图 64 市场通常领先于美联储调整节奏形成降息预期（%、美元/盎司）.....36
图 65 美联储主席候选人当选概率.....38
图 66 2000 年之后，美国财政政策经历两轮积极扩张周期（百万美元、%）.....39
图 67 与过去数年中所颁布的法案相比，2025 年大而美法案将增加更多债务（十亿美元）41
图 68 美国预算责任委员会对大而美法案对于美国债务规模的影响测算.....41
图 69 《大而美法案》对于年度赤字规模的影响（十亿美元）.....41
图 70 关税目前在美国财政收入中所占比重极为有限（十亿美元）.....41
图 71 黄金价格与美国未偿国债规模占 GDP 比重强相关（%、美元/盎司）.....43
图 72 美国赤字率提高助推黄金价格上行（美元/盎司）.....43

表 1 赤峰黄金现任主要高级管理人员专业背景及主要工作经历信息汇总.....8
表 2 五龙金矿基本情况（百万吨、克/吨、吨、万吨、年）.....11
表 3 五龙金矿耗金沟-里滚子金矿勘探权相关信息.....13
表 4 吉隆矿业撰山子金矿基本情况（百万吨、克/吨、吨、万吨、年）.....13
表 5 吉隆金矿新增采矿区基本信息.....14
表 6 锦泰矿业溪灯坪金矿基本情况（百万吨、克/吨、吨、万吨、年）.....15
表 7 华泰矿业持有六份采矿权基本信息.....16
表 8 万象 Speon 铜金矿基本情况（百万吨、克/吨、%、吨、千吨、万吨、年）.....17
表 9 加纳 Wassa 金矿基本情况（百万吨、克/吨、吨、万吨、年）.....20
表 10 Wassa 金矿各矿体推断资源量（百万吨、克/吨、千盎司）.....21
表 11 公司重大非股权投资信息披露（万元）.....23
表 12 董事长王建华先生具备丰富的大型矿企管理及海内外并购经验.....26
表 13 赤峰黄金员工持股计划信息整理.....26
表 14 七月特朗普关税政策反复.....29
表 15 2025 年美国通胀数据拆分（%）.....32
表 16 美国就业市场结构拆分（千人）.....34
表 17 美联储降息节点概率分布.....34
表 18 九十年代至今美联储八轮降息周期黄金价格表现.....35
表 19 金价拐点同样前置于降息节点，但领先幅度存在差异（美元/盎司）.....36
表 20 特朗普开启第二任期后，就美联储货币政策方向频繁施压鲍威尔.....37
表 21 现任美联储理事会成员.....37
表 22 大而美法案主要内容及对于美国国家赤字影响（亿美元）.....40
表 23 大而美法案及特朗普关税对于美国经济和财政状况影响测算（十亿美元）...42
表 24 赤峰黄金主营业务盈利预测（百万元）.....44
表 25 赤峰黄金可比公司估值对比（元、亿元）.....44

1. 公司概况：快速成长的国际化黄金生产商

1.1 民营金企领头羊，战略转型成果显著

赤峰黄金——快速成长的国际化黄金生产商。公司主要在全球范围内从事黄金的采选和销售业务，拥有并经营 7 座黄金及多金属矿山，包括中国境内的内蒙古赤峰市撰山子金矿、辽宁丹东市五龙金矿、赤峰市红花沟金矿、吉林延边市天宝山锌铅铜钼多金属矿。2018 年之后，公司积极布局海外黄金资源，目前拥有老挝塞班金铜矿、加纳瓦萨金矿两座境外大型金矿，同时控股一家从事废弃电器电子产品拆解业务的子公司——广源科技。主要产品为黄金、白银、电解铜等贵金属、有色金属品种。其中黄金矿产资源的开采和冶炼是公司的主营业务，2024 年公司黄金产量为 15.16 吨，在境内的上市黄金企业中排名第五，是我国的头部黄金矿业公司之一。

图1 赤峰黄金海内外矿山分布

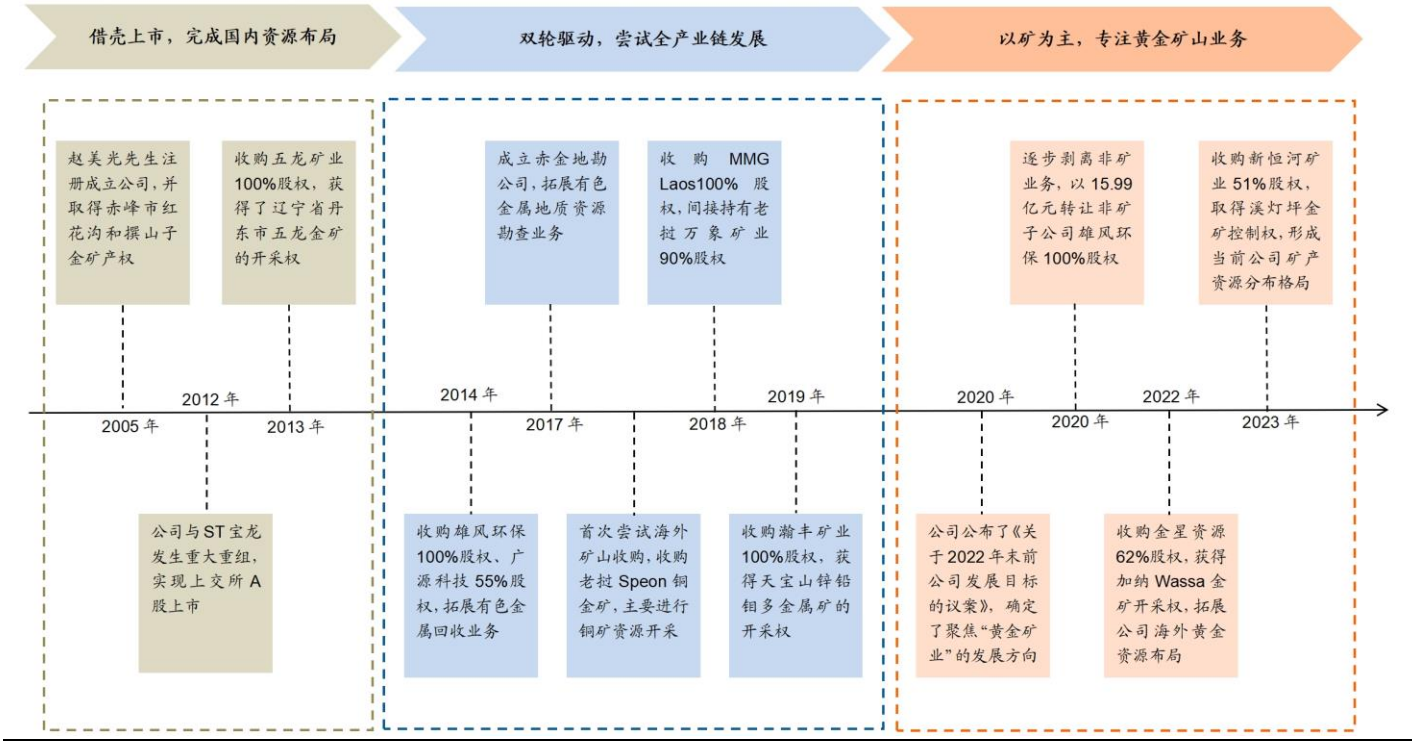
资料来源：赤峰黄金公司官网[1]，联储证券研究院

战略变革完成蜕变，锚定黄金主业，矿产资源储备不断提升。赤峰黄金成立于 2005 年，创始人赵美光先生通过购入赤峰市红花沟金矿和撰山子金矿采矿权，切入有色矿产资源开发行业；2012 年公司借壳 ST 宝龙实现上交所上市；2013 年收购辽宁五龙金矿，形成公司目前国内金矿资源基本格局。2014-2019 年期间，公司制定并执行“采矿业与资源综合回收利用业务双轮驱动”的战略方向，尝试建立全产业链发展的有色金属矿业公司。2014 年收购雄风环保，拓展有色金属回收业务；2017 年成立赤金地勘，拓展有色金属地质资源勘查业务；2018 年收购老挝 Speon 铜金矿，填补公司海外矿业资源空白，2020 年之前主要进行铜矿资源开采；2019 年收购瀚丰矿业 100%股权，获得天宝山锌铅钼多金属矿的开采权；2020 年，公司战略方向出现重大转向，新任管理层提出“以矿为主，专注黄金矿山业务”，将公司主营锚定于贵金属资源开采和利用上。为了贯彻公司战略，2020 年开始逐步剥离非矿业务，当年即以 15.99 亿元转让非矿子公司雄风环保 100%股权；2022 年收购金星资源 62%股权，获得了加纳 Wassa 金矿开采权；2023 年收购新恒河矿业 51%股权，取得云南溪灯坪金矿控制权，形成了当前公司矿产资源分布

[1] https://www.cfgold.com/cn/

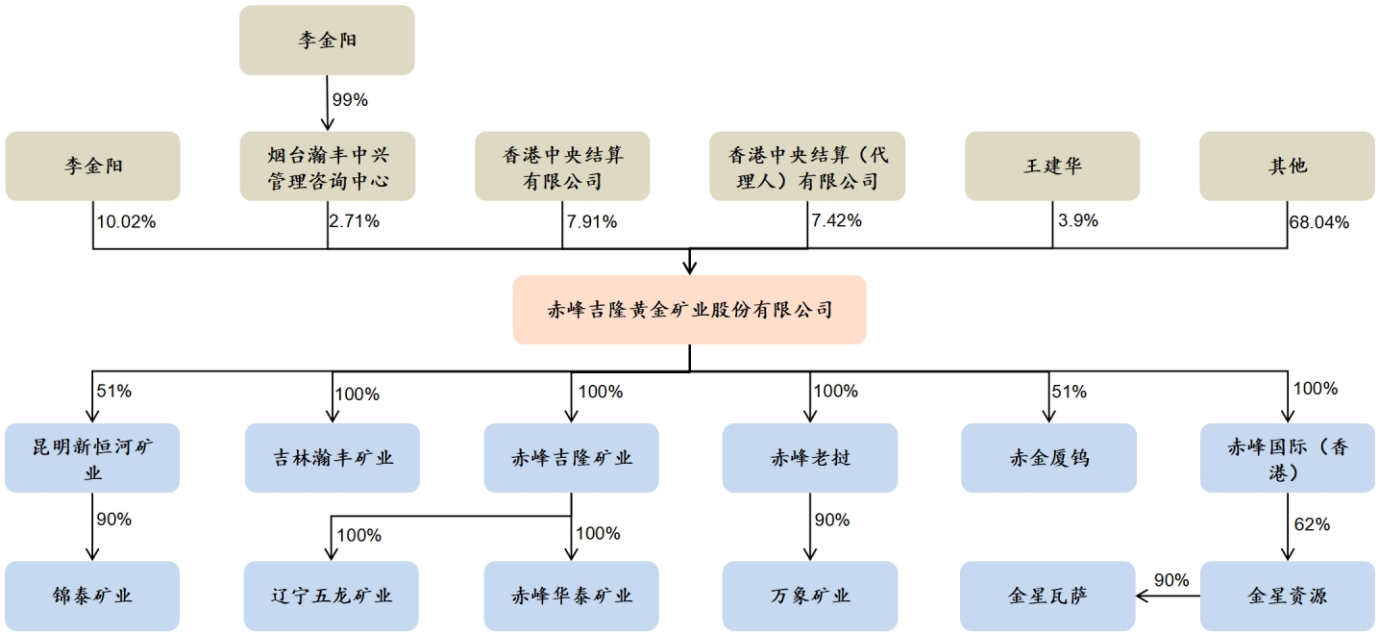
格局。

图2 赤峰黄金公司发展历程



公司当前股权结构较为分散。实控人为李金阳女士，通过直接和间接的方式，合计持有 12.73%的公司股权。公司董事长王建华先生持有公司股份的 3.9%，前十大股东合计持股比例为 40.8%。公司通过全资或控股子公司（锦泰矿业、瀚丰矿业、吉隆矿业、万象矿业、金星瓦萨等），经营公司境内外黄金及多金属矿山，从事黄金、白银、铜、锌、铅、钼等有色金属品种采选业务。

图3 赤峰黄金公司股权结构图



资料来源：赤峰黄金公司年报、Wind，联储证券研究院

管理团队经验丰富。公司现任董事会由 9 名董事组成，包括 5 名非独立董事和 4 名独立董事，成员长期耕耘专业领域，具备履行职责所需的知识、技能和素质。董事长王建华先生 2006 年任山东黄金董事长，在任期间山东黄金矿产金产量由 2006 年的 6.1 吨，2012 年增长至 26 吨，同期股价涨幅位列沪深两市榜首；2013 年加入紫金矿业任职总裁，主导了多笔紫金海外金矿收购；2018 年加入赤峰黄金管理团队，2019 年起任职董事长，期间推动了公司的经营战略转型，引领并构建了现有的国际化资源布局。

表1 赤峰黄金现任主要高级管理人员专业背景及主要工作经历信息汇总

姓名	现任职位	任期起始日期	主要工作经历
王建华	董事长	2019 年	工商管理硕士，高级经济师，高级会计师。曾任山东省丝绸进出口公司总经理、党委书记，山东黄金集团有限公司董事长、党委书记等职；2013 年至 2016 年，任紫金矿业集团股份有限公司董事、总裁；2017 年至 2018 年任云南白药控股有限公司董事长；2018 年至 2019 年，任赤峰黄金董事；2019 年 12 月至今，任赤峰黄金董事长
杨宜方	董事、总裁	2022 年	加拿大西安大略大学 Ivey 商学院 EMBA。曾任加拿大顶峰矿业有限公司业务发展经理，香港金山国际矿业有限公司副总经理，紫金矿业集团国际部副总经理，香港中科矿业集团业务发展总经理。2011 年至 2013 年，任中科矿业集团有限公司执行董事、总裁；2013 年至 2016 年任紫金矿业集团股份有限公司董事长助理，金山国际矿业有限公司董事、总经理，秘鲁白河铜业董事长；2018 年至 2020 年，任恒兴黄金控股股份有限公司执行董事、总裁；2019 年 4 月至今，任赤金国际有限公司董事；2022 年 7 月至今，任赤峰黄金董事；2023 年 1 月至今，任赤峰黄金总裁。
吕晓兆	董事、副总裁、总工程师	2012 年	研究生学历，中国黄金协会副会长，中国地质学会矿山专业委员会副主任委员，全国黄金标准化技术委员会委员。2002 年至 2010 年历任灵宝黄金股份有限公司党委副书记、执行董事、副总经理、战略委员会委员；2010 年至 2013 年任赤峰吉隆矿业有限责任公司董事、总经理；2012 年月至 2016 年历任赤峰黄金董事、总经理、董事长；2020 年至 2022 年，任赤峰黄金董事、总裁、联席董事长；2023 年至今，任赤峰黄金董事、副总裁兼总工程师。
高波	董事、副总裁	2012 年	工商管理硕士，高级经济师。先后在夹皮沟金矿、吉林省吉森丰华矿业集团有限责任公司、赤峰华泰矿业有限责任公司、龙井瀚丰矿业有限公司工作，由工人到历任团委书记、经营副矿长、董事、生产部长、副总经理等职；2010 年至 2013 年任赤峰吉隆矿业有限责任公司董事、副总经理；2012 年至 2016 年任赤峰黄金董事、常务副总经理；2016 年至 2020 年，任赤峰黄金董事、总经理；2020 年至 2023 年，任赤峰黄金董事、执行总裁；2023 年至今，任赤峰黄金董事、副总裁。
张旭东	董事	2022 年	美国南新罕普什尔大学经济学硕士。先后担任美国新英格兰保险公司投资分析师，第一波士顿银行企业融资部副总裁，美国科氏工业集团国际资本部和大中华区董事总经理、亚太区首席金融官，安家集团/上海安家投资管理有限公司董事长、首席执行官，德意志银行董事总经理、机构客户中国区负责人和全球股权市场中国区负责人，2009 年至 2012 年，任高盛集团全球合伙人、大中华区证券业务总负责人和高盛中国管理委员会委员，2017 年至 2022 年，任平安证券股份有限公司独立董事，2018 年至 2024 年，任陆金所控股有限公司独立董事，2018 至今，任华控清交信息科技有限公司董事长、首席执行官。2020 年至 2022 年，任赤峰黄金独立董事；2022 年至今，任赤峰黄金董事。
陈志勇	副总裁	2023 年	北京大学与新加坡国立大学双 MBA 学位。曾任马士基物流有限公司业务代表、澳大利亚澳华黄金有限公司项目经理、英国瑞碳有限公司业务拓展总监、标准银行高级经理等职务。2013 年至 2018 年，任中国黄金国际资源有限公司投资总监；2014 年至 2018 年，任索瑞米投资有限公司副总经理兼董事会秘书；2016 年至 2018 年，任澳华黄金贵州有限公司董事；2018 年至 2021 年，任赤峰黄金国际矿业事业部副总经理、万象矿业有限公司董事、副总经理；2021 年至 2022 年，任赤峰黄金副总裁；2022 年至 2023 年，任赤峰黄金董事、执行总裁；2023 年至今，任赤峰黄金副总裁。
黄学斌	财务总监、副总裁	2023 年	香港大学经济金融学学士。特许金融分析师,香港会计师工会资深会员及澳大利亚矿业与冶金学会会员。2008 年至 2018 年，曾任紫金矿业集团股份有限公司财务部副经理，蒙特瑞科金属股份有限公司财务总监，中科矿业集团有限公司财务总监，荣晖国际集团有限公司首席财务官及公司秘书等职；2017 年至 2022 年，任天成国际集团控股有限公司非独立执行董事；2018 年至 2023 年，任金川集团国际资源有限公司首席财务官、公司秘书及授权代表。2023 年至今，任赤峰黄金财务总监；2023 年至今，任赤峰黄金副总裁。2024 年至今，任荣晖国际集团有限公司独立非执行董事。
周新兵	副总裁	2023 年	研究生学历，持有律师职业资格和证券从业资格。曾任北京博星投资顾问有限公司投资银行部高级经理，中川国际矿业控股有限公司投资部高级经理；2010 年至 2013 年，历任赤峰吉隆矿业有限责任公司证券法律部经理、赤峰黄金证券法律部经理、证券事务代表；2013 年至 2022 年，任赤峰黄金董事会秘书；2022 年至 2023 年，任赤峰黄金执行总裁；2023 年至今，任赤峰黄金副总裁。
董淑宝	董事会秘书	2022 年	研究生学历，持有证券、期货从业资格，上海证券交易所董事会秘书资格。曾任职于北京首创期货有限责任公司包头营业部，赤峰吉隆矿业有限责任公司营销部、证券法律部；2012 年至 2018 年，历任赤峰黄金证券法律部职员、副经理、经理；2018 年至今，任赤峰黄金证券法律部经理、证券事务代表；2022 年至今，任赤峰黄金董事会秘书。

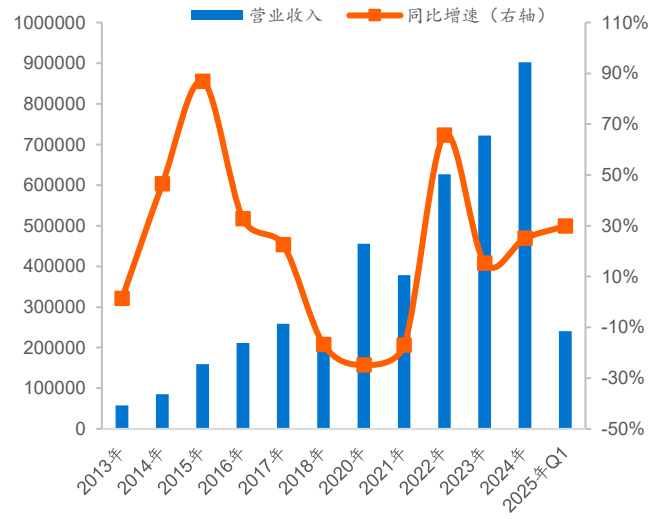
资料来源：赤峰黄金 2024 年公司年报，联储证券研究院

1.2 受益于金价上行，业绩表现亮眼

业绩表现亮眼，营收及归母净利润规模持续增长。2024 年，公司业绩维持高速增长，年度实现营收 90.26 亿元，同比增速 24.99%；归母净利润规模大幅增长至 17.64 亿元，同比增速 119.46%。主要原因在于以黄金、白银为代表的主要矿产品价格水平显著抬升。

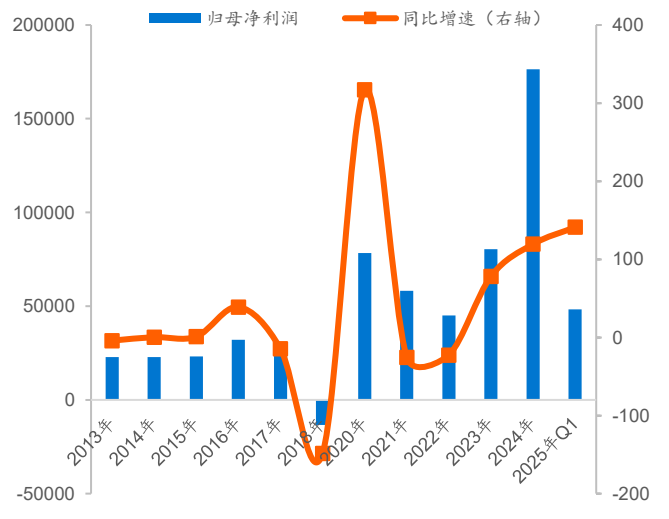
2024 年，伦敦现货黄金价格年度均价为 2387.98 美元/盎司，同比增速 23%。得益于 2025 年金价的持续高歌猛进，一季度公司业绩再创新高，单季度营收 24.07 亿元，同比增速 29.85%，归母净利润规模 4.83 亿元，同比增速 141.1%。

图4 赤峰黄金营业收入规模波动情况（万元）[2]



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

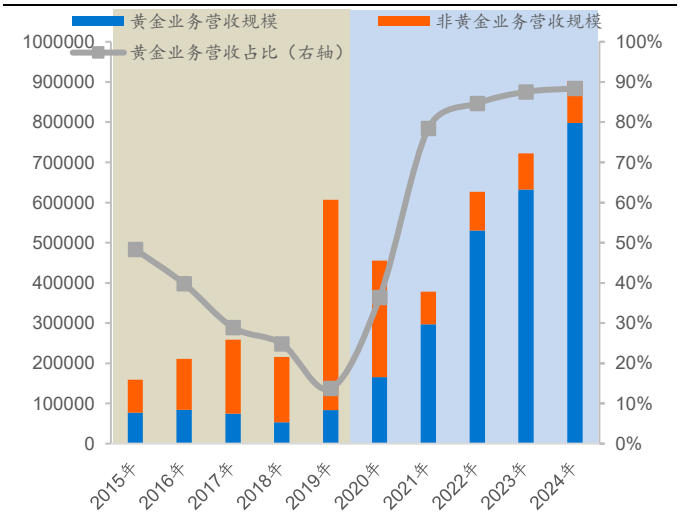
图5 赤峰黄金净利润规模波动情况（万元）[3]



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

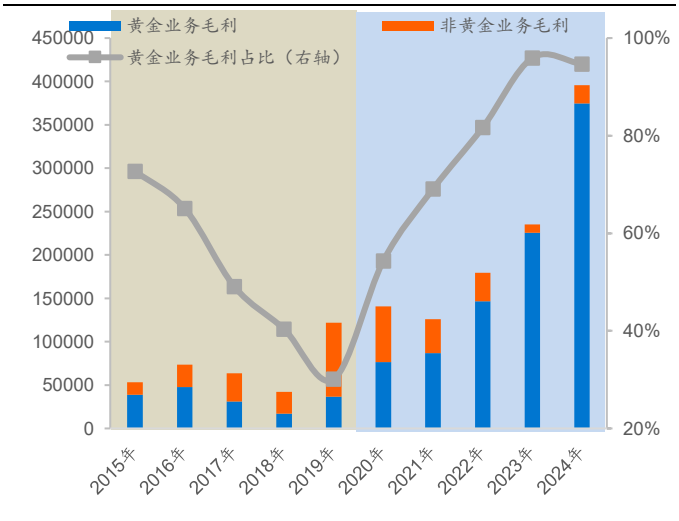
黄金业务为公司营收及毛利的贡献主体。2019 年公司战略方向出现重大调整，黄金业务成为公司营收及毛利的绝对贡献主体。当年赤峰黄金引入全新管理层，制定了“以矿为主，专注黄金矿山业务”的战略方向，在此之前，黄金业务在公司营收及毛利结构占比呈现逐年下滑趋势。2020 年起，公司迅速剥离非矿业务，同时锚定黄金主业，黄金矿产品开发逐步成为公司业务的绝对核心，在公司营收及毛利结构中的占比不断提升。受益于国际金价的持续走强，2024 年黄金板块表现亮眼，当年实现营收 79.78 亿元，同比增长 26.2%，占公司营收总量的 88.4%；创造毛利 37.47 亿元，同比增长 66.03%，占公司毛利总量的 94.68%。

图6 2019 年后，公司营收结构出现重大调整（万元）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图7 2019 年后，公司毛利结构出现重大调整（万元）

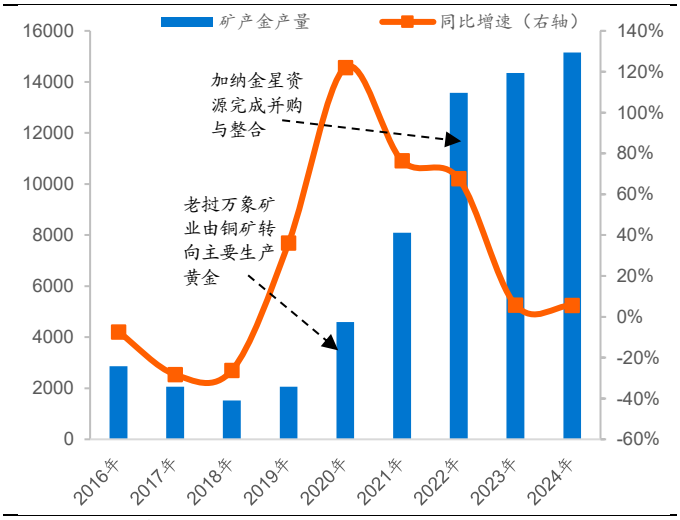


资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

[2] 2019 年公司剥离非矿业务，对当年营收影响明显，故图表未选用当年数据
[3] 2019 年公司剥离非矿业务，对当年归母净利润规模影响明显，故图表未选用当年数据

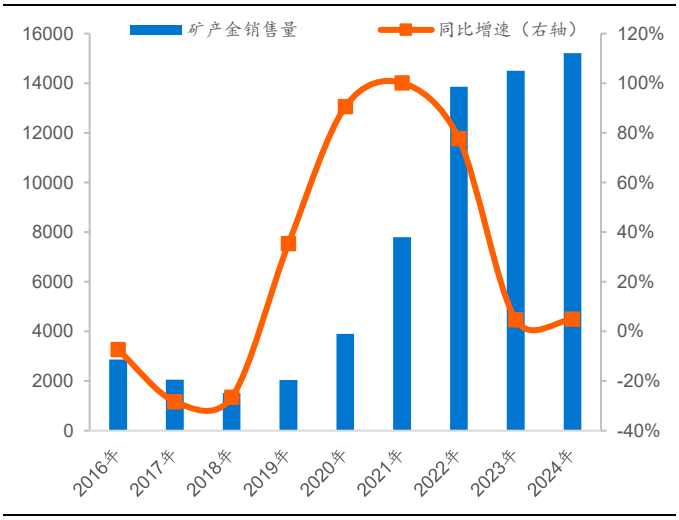
矿产金产量两上台阶。2020 年公司完成战略调整，老挝万象 Speon 矿区由主营矿产品由铜矿转向黄金，当年矿区矿产金产量由 2019 年的 2.07 吨，提升至 4.59 吨；2022 年，公司完成加纳 Wassa 矿区的并购与整合，金矿产量再上台阶，当年矿产金产量提升至 13.59 吨，较 2021 年增长 67.78%。过去三年，公司矿产金产量在此基础上继续稳定增长，2024 年产量规模提升至 15.16 吨，同比增长 5.6%，其中国内矿山贡献 3.91 吨，为产量增量的主要来源，海外矿山贡献 11.25 吨，为公司金矿产出的主体部分。2024 年矿产金销售量 15.22 吨，同比增速 4.88%。2025 年一季度公司矿产金产量 3.34 吨，同比增速-6.89%，销售量 3.33 吨，同比增速-7.04%。

图8 赤峰黄金矿产金产量波动情况（千克）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

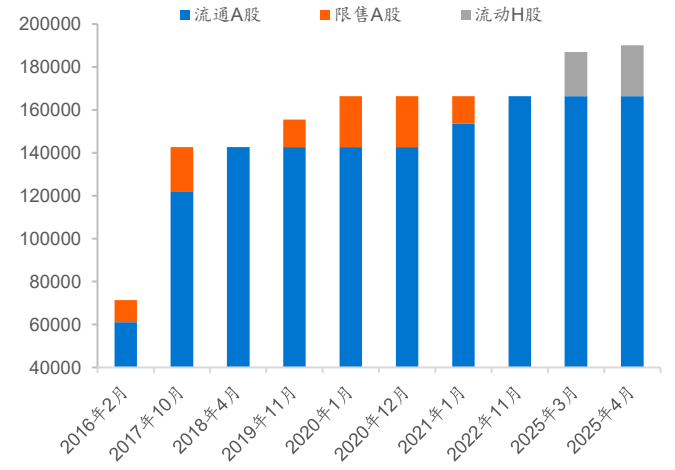
图9 赤峰黄金矿产金销售量波动情况（千克）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

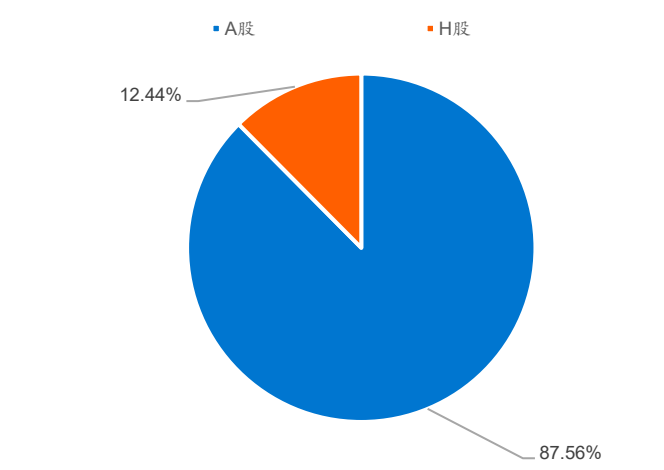
2025 年一季度，公司在资本市场国际化进程中，迈出了重要一步。2024 年二季度，公司启动香港联交所上市进程，2025 年 3 月 10 日成功挂牌上市，募集资金净额约为 26.76 亿元。发行上市后，公司股份总数增长至 19 亿股，其中 H 股股东持股数量占比 12.44%，A 股股东占比 87.56%。香港市场上市是公司在资本市场践行国际化路线的重要选择，提升了公司核心竞争力，为未来资源规模扩张和全球化布局战略奠定了更为坚实的基础。

图10 赤峰黄金总股本变动情况（万股）



资料来源：Wind、赤峰黄金公司公告，联储证券研究院

图11 香港联交所上市后，公司股本结构[4]



资料来源：赤峰黄金关于 H 股发行稳定价格行动及稳定价格期结束的公告，联储证券研究院

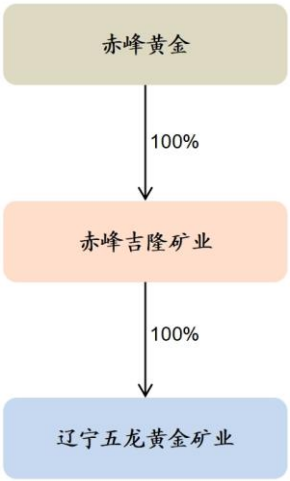
[4] 公司股本结构数据统计截止至 2025 年 6 月 16 日

2. 国内资源布局：黄金供应体系基石

2.1 五龙金矿：国内核心主力矿山，黄金产量稳定增长

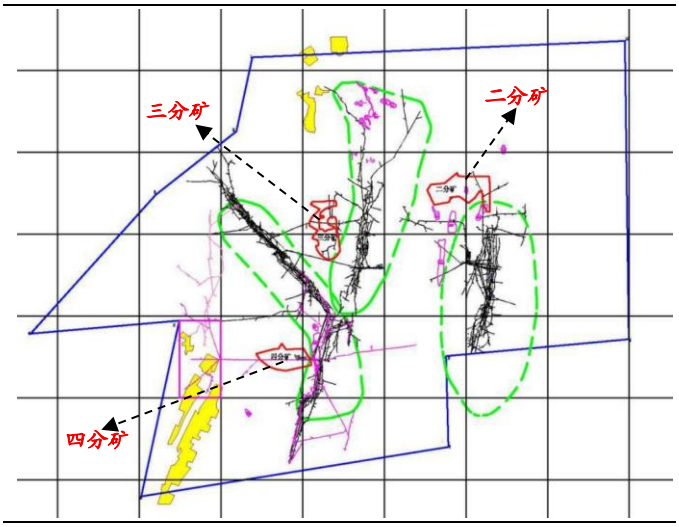
五龙金矿矿区位于辽宁省丹东市，2013 年 11 月公司完成对于其 100%股权收购，目前五龙矿业为公司的全资子公司。五龙金矿是国内罕见的高品位黄金矿山，核心资产为一份可开采面积 6.27 平方公里的采矿权以及两份占地面积 4.49 平方公里的探矿权，2024 年五龙金矿矿石储量 119 万吨，黄金品味 7.83 克/吨，剩余可开采年限为 30 年，目前采用地下开采的方式，生产规模 10 万吨/年，属于中型矿山，矿区内拥有三个活跃的地下矿区，其中二分矿矿区生产能力 3 万吨/年、三分矿矿区生产能力 3 万吨/年，四分矿矿区生产能力 4 万吨/年，主要产品为含金量 50 克/吨及以金精粉。

图12 五龙矿业公司股权结构



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图13 五龙黄金采矿权内三大地下矿区分布



资料来源：辽宁五龙黄金矿业公司矿山地质环境保护与土地复垦方案，联储证券研究院

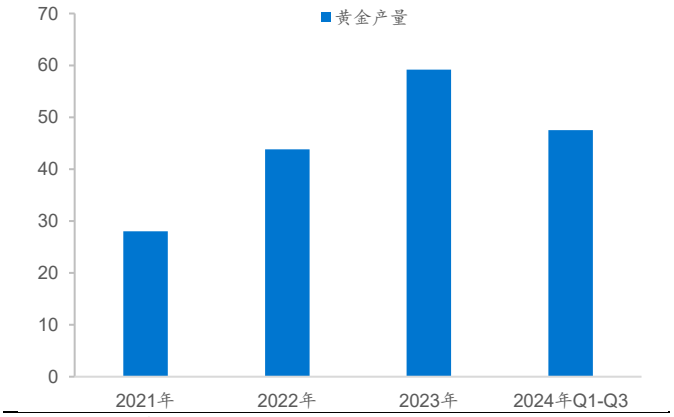
表2 五龙金矿基本情况（百万吨、克/吨、吨、万吨、年）

指标名称	矿石量	品味	金属量	年开采能力	资源剩余可开采年限	采矿权有效期
资源量	3.61	7.81	28.21	10	30	2035 年 8 月 4 日
储量	1.19	7.83	9.29			

资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

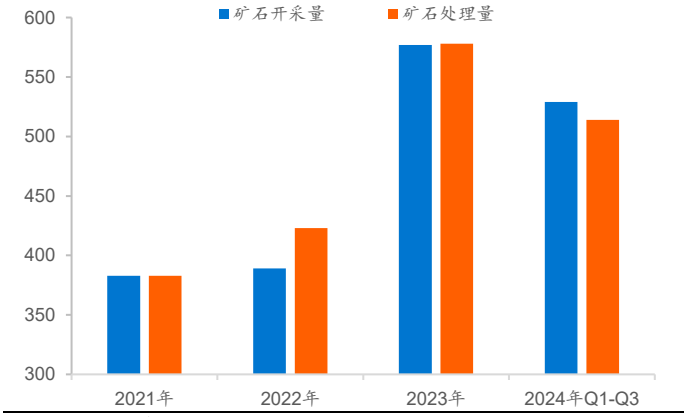
选矿能力不断提升，黄金产量大幅增长。2024 年，五龙金矿副井盲竖井延深工程、通风井工程、副井盲竖井提升机安装工程以及竖井联通巷工程均按计划顺利推进，矿区采矿和运输能力进一步提升，矿石日处理能力由 2023 年的 1800 吨，至 2024 年底已提升至 2000 吨以上，并计划在 2025 年达到 3000 吨/天的满产能力，年选矿产能从 57.8 万吨提高至约 70 万吨。由于矿区采选能力的提升，2024 年黄金产量再上台阶，前三季度黄金生产量提升至 47500 盎司，相较 2023 年同期水平增加 7200 盎司，为 2024 年赤峰黄金国内矿山黄金增量的主要来源。受产量提升以及国际金价走高的双重拉动，矿区 2024 年业绩再创新高，营业收入 11.95 亿元，同比增长 42.13%，净利润突破 6 亿元，同比增长 78.49%。

图14 五龙金矿黄金生产量波动情况（千盎司）



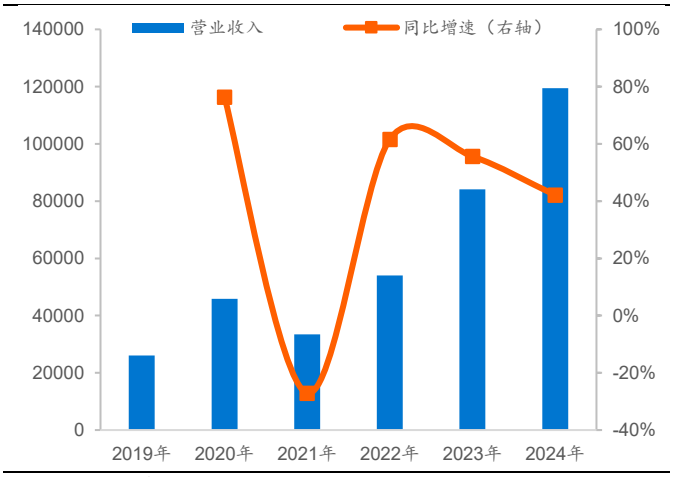
资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

图15 五龙金矿矿石开采及处理量波动情况（千吨）



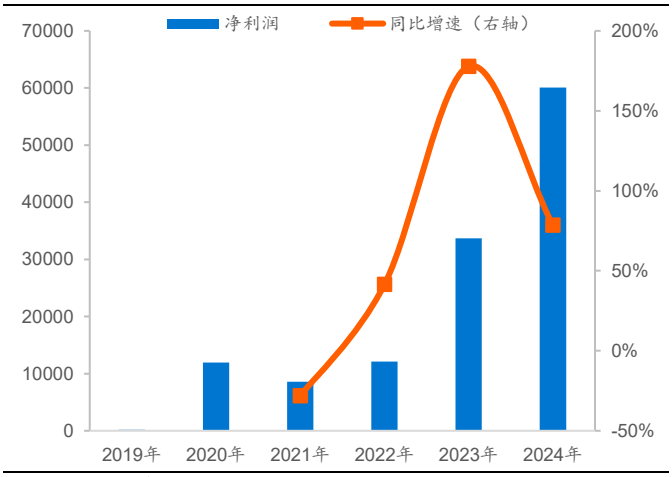
资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

图16 五龙矿业营业收入波动情况（万元）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图17 五龙矿业净利润波动情况（万元）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

勘探增储持续推进，探转采工作已有突破。五龙金矿是辽东地区最具代表性的石英脉型大型金矿床，复杂的地质构造以及强烈的多期结构叠加，成矿条件优越，是“远东-通化黄金超大型成矿带”国家项目的重点研究矿山。公司在 2021 年 5 月开工五龙金矿 3000 米深钻项目，当前该项目已成功发现四个金矿区、三条金矿化体、两个锌矿区以及一条锌矿化体。同时，矿区探转采工作已实现突破，根据 2025 年 5 月[5]辽宁省自然资源厅发布的“关于《辽宁省丹东市耗金沟-里滚子金矿勘探实施方案》评审结果的公示”信息显示，五龙矿业所属探矿权部分实现转采，勘探区面积 3.88 平方公里，其中 3.4957 平方公里申请转采，探矿区域内资源储量为 39.78 万吨，年矿石生产规模预计为 6 万吨/年，开采服务年限为 7 年，转采工作的稳步推进有利保障了矿山资源长线接续，充分挖掘现有采矿区外围区域资源潜力，推动远期矿区黄金产量再上台阶。

[5] https://zrzy.ln.gov.cn/zrzy/zfgkzdgz/spjg/tkqsp/20250515162514222l9/

表3 五龙金矿耗金沟-里滚子金矿勘探权相关信息

指标名称	相关信息
探矿权名称	辽宁省丹东市耗金沟-里滚子金矿勘探
所属单位	辽宁五龙黄金矿业有限公司
勘查矿种	金矿
矿区面积	3.88 平方公里
资源储量	金矿体共 20 条，主要集中于耗金沟区段，设计利用资源储量为 39.7831 万吨
年产量	年产矿石量 6 万吨
服务年限	6 年
基建期	2 年

资料来源：自然资源部探矿权登记信息查询、辽宁五龙黄金矿业有限公司耗金沟-里滚子金矿矿山地质环境保护与土地复垦方案，联储证券研究院

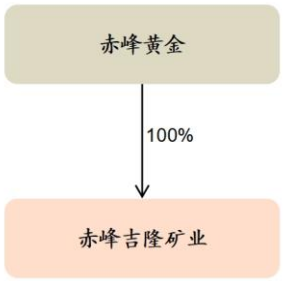
2.2 吉隆撰山子金矿：重点工程稳步推进，增产空间可期

吉隆撰山子金矿矿区位于内蒙古自治区赤峰市敖汉旗，2005 年公司取得矿山 100%权益。撰山子金矿带有小而美特征，2024 年保有矿石储量 760 万吨，黄金品味 7.68 克/吨，为公司现有矿山布局最高水平，矿山年开采能力 24 万吨，剩余可开采年限 6 年。核心资产为占地面积 17.7 平方公里和 3.8 平方公里的两份采矿权以及一份探矿权，主要产品为含金量超过 80%的合质金。

图18 吉隆撰山子金矿地理位置

资料来源：赤峰吉隆矿业撰山子金矿 2024 年绿色矿山建设情况和 2025 年建设计划，联储证券研究院

图19 吉隆矿业为公司全资子公司



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

表4 吉隆矿业撰山子金矿基本情况（百万吨、克/吨、吨、万吨、年）

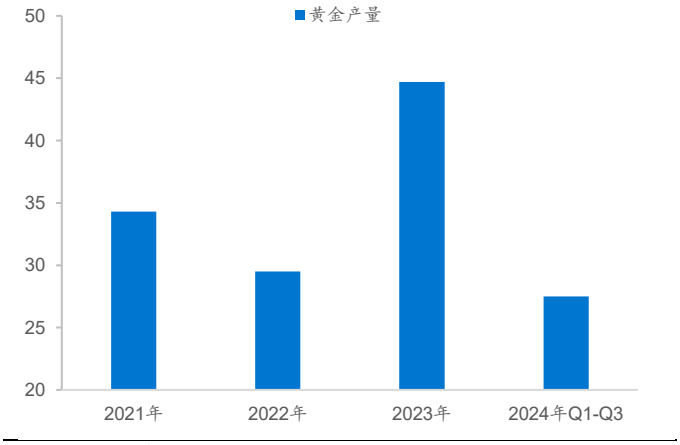
指标名称	矿石量	品味	金属量	年开采能力	资源剩余可开采年限[6]	采矿权有效期
资源量	1.46	12.07	17.63	24	6	2026 年 9 月 26 日
储量	0.76	7.68	5.84			2032 年 3 月 27 日

资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

选厂产能扩张，产量增长可期。撰山子金矿是公司核心国内矿山之一，2024 年前三季度矿石处理量 16.8 万吨，同比增速 50%，但受所采金矿平均品味下行的影响，矿区黄金产量 27500 盎司，相较 2023 年同期水平下滑 9.7%。2024 年 6 月，矿区新增 18 万吨矿石选矿扩建项目顺利完工，下半年正式投入试生产，选矿产能由原本的 12 万吨/年提升至 30 万吨/年，选矿处理能力增长 150%，伴随扩建产能的全面动员，2025 年矿区矿石处理量预计再度提升，黄金产量有望同步增长，根据公司 2024 年年报公布的计划显示，矿区预计在 2025 年底实现 30 万吨的满产能力。

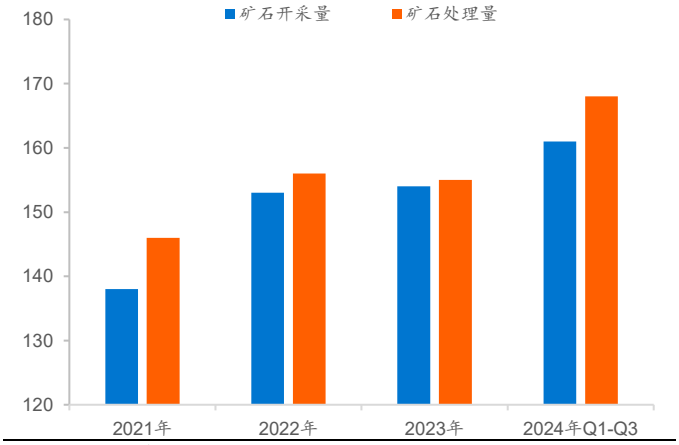
[6] 吉隆矿区四、五、六、七采区当前处于基建阶段尚未投产，该区域资源量并未纳入剩余可采年限计算中

图20 吉隆撰山子金矿黄金生产量波动情况（千盎司）



资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

图21 吉隆撰山子金矿矿石开采及处理量波动情况（千吨）



资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

重点工程稳步推进，新设采矿区奠定产量增长基础。撰山子金矿是我国最早一批建设的矿山之一，建矿时间最早可追溯至 1958 年，2005 年公司取得控制权后，长期作为国内金矿产量的主力矿山，但近几年面临一定的资源接续性难题。2024 年 1 月，公司发布公告，撰山子金矿矿区外围和深部勘探工作取得重大突破，通过探转采方式取得第二份采矿许可证。新设采矿区原属于公司探矿区，为撰山子矿区的四、五、六、七矿段，其中五、六、七矿段矿体规模更大、储量类别更高，矿区规划进行优先开采；四矿段矿体规模相对较小、勘查程度较低，公司规划后续进行补勘后开发。新设采矿区面积 9.134 平方公里，可采矿石量 86.04 万吨，其中黄金金属量 10.07 吨，平均品味 11.71 克/吨，伴生银金属量 14 吨，平均品味 16.44 克/吨，矿山建设工作目前已经展开，根据赤峰市敖汉旗人民政府公布的《撰山子金矿矿产资源开发利用方案审查意见书》相关信息，矿区开采方式为地下开采，设计回采率为 92%，平均出矿品味为黄金 9.97 克/吨，白银 13.97 克/吨，生产规模 6 万吨/年，矿山总服务年限为 17 年。新矿区的建设是吉隆撰山子金矿的重点工程，完工后日处理矿石量预计为 1000 吨，有助于缓解矿区资源接续性压力，提高采矿规模，为公司贡献远期矿山金增量来源。

表5 吉隆金矿新增采矿区基本信息

指标名称	相关信息
矿山名称	赤峰吉隆矿业敖汉旗撰山子金矿
采矿权人	赤峰吉隆矿业有限公司
有效期限	2023 年 12 月 27 日-2032 年 3 月 27 日
生产规模	中型矿山
开采矿种	金矿、银
矿区面积	9.134 平方公里
设计生产能力	6 万吨/年
设计服务年限	17 年
查明资源储量	矿石量 103.4 万吨，金金属量 11959 千克，平均品位 11.57 克/吨
可采资源量	矿石量 86.04 万吨，金金属量 10073 千克，平均品味 11.71 克/吨，伴生银金属量 14 吨，平均品味 16.44 克/吨

资料来源：赤峰吉隆矿业敖汉旗撰山子金矿四、五、六、七矿段 2024 年度地质环境保护与土地复垦计划书、赤峰吉隆矿业敖汉旗撰山子金矿矿产资源开发利用方案审查意见书，联储证券研究院

2.3 锦泰金矿：国内矿业资源布局的最后一环

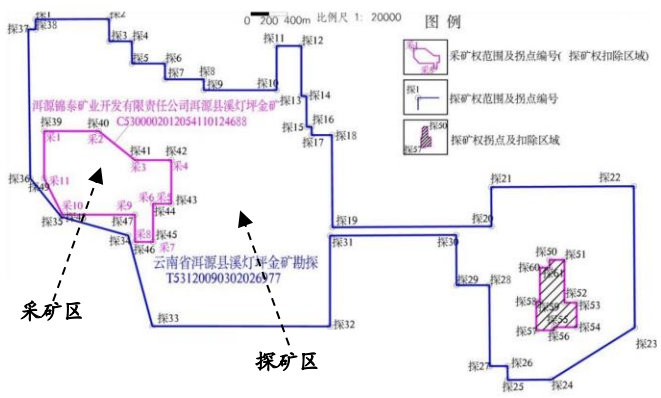
锦泰金矿是公司当前国内矿业资源布局的最后一环。2023 年 1 月公司完成对于新恒河矿业 51%股权的收购，该公司直接持有锦泰溪灯坪金矿 90%的股权。锦泰溪灯坪金矿位于云南省大理石洱源县，当前拥有一份采矿权和一份探矿权，覆盖面积分别为 1.09 平方公里和 10.28 平方公里。根据公司 2024 年年报公布的数据显示，矿区矿石储量 735 万吨，黄金金属量 9.36 吨，黄金品味 1.27 克/吨。

一期工程顺利完工，产能爬坡，黄金产量预期增长。2023 年 10 月，锦泰溪灯坪金

矿一期工程顺利完工，年采选能力 14 万吨，是公司当前国内资源布局中唯一能够实现露天开采矿山，具备一定的成本优势。2023 年多数时段矿区处于建设周期，黄金年度产量 2400 盎司，体量相对有限。2024 年，矿区产量逐步爬坡，前三季度矿石开采及处理量 45.9 万吨，黄金生产量 6600 盎司。目前矿区生产尚处于早期阶段，2025 年伴随建设产能充分释放，黄金年产量预期进一步增长至 1 吨左右。

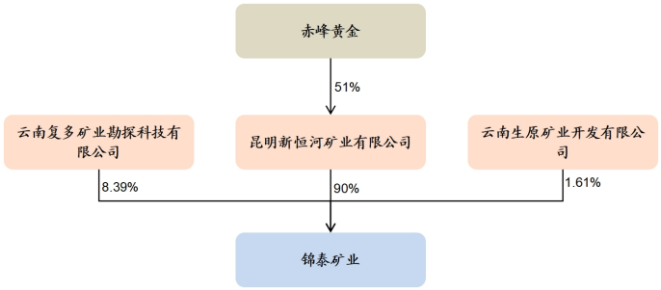
探转采工作稳步推进，二期工程想象空间充足。矿区探矿区域位于现有采矿权外围，区域面积 10.28 平方公里，2024 年，矿区探转采开发利用方案评审成功获批，前置手续持续稳步推进。根据工程设计方案，二期工程设计开采能力 60 万吨/年，为公司远期黄金产量增长贡献想象空间。

图22 锦泰溪灯坪金矿矿区范围



资料来源：洱源县锦泰矿业溪灯坪金矿采矿权出让收益评估报告，联储证券研究院

图23 锦泰矿业股权结构



资料来源：赤峰黄金公司年报、Wind，联储证券研究院

表6 锦泰矿业溪灯坪金矿基本情况（百万吨、克/吨、吨、万吨、年）

名称	矿石量	品味	金属量	年开采能力[7]	剩余可开采年限	采矿权有效期
资源量	10.57	1.3	13.75	74	14	2032 年 6 月 6 日
储量	7.35	1.27	9.36			

资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

2.4 华泰红花沟金矿：复产工作持续推进

华泰矿业成立于 2005 年 1 月，所属红花沟金矿位于内蒙古赤峰市松山区，核心资产为六份红花沟金矿采矿权，总占地面积超过 10.5 平方公里，矿石资源储量 335.73 万吨，主要产品为含金量超过 65%的合质金。由于矿区所属六份采矿权规定的产能规模有限，公司无法进行大规模采矿活动，因此自 2022 年起，公司针对该问题制定战略发展方向并起草计划，扩大及提高华泰矿业采矿权各分矿区产能。其中，华泰矿业莲花山矿区五采区新增 3 万吨/年地下开采项目已或地方政府批准，并于 2024 年 11 月开工建设，预计 2025 年起将逐步贡献增量产能。

[7] 现运营一起采选工程生产规模 14 万吨/年，二期工程设计开采能力为 60 万吨/年，待建设投产后生产规模合计 74 万吨/年

表7 华泰矿业持有六份采矿权基本信息

矿山名称	华泰矿业红花沟矿区一采区		
采矿权有效期限	2024 年 6 月 6 日至 2044 年 6 月 5 日		
开采矿种	金矿	采矿方式	地下开采
矿区面积	2.7978 平方公里	设计生产能力	6 万吨/年
生产规模	中型	剩余服务年限	26.4 年
查明资源储量	198.06 万吨	剩余资源储量	135.99 万吨
矿山名称	华泰矿业松山区彭家沟矿区岩金矿		
采矿权有限期限	2023 年 11 月 18 日至 2025 年 11 月 17 日		
开采矿种	金矿、白银	采矿方式	地下开采
矿区面积	3.7362 平方公里	设计生产能力	3 万吨/年
生产规模	小型	剩余年限	13.57 年
查明资源储量	43.36 万吨	剩余资源储量	43.36 万吨
矿山名称	华泰矿业松山区莲花山矿区 26 号脉岩金矿		
采矿权有效期限	2015 年 11 月 17 日至 2024 年 11 月 17 日		
开采矿种	金矿、白银	采矿方式	地下开采
矿区面积	0.3199 平方公里	设计生产能力	3 万吨/年
生产规模	小型	剩余服务年限	10.71 年
查明资源储量	34.82 万吨	剩余资源储量	34.82 万吨
矿山名称	华泰矿业红花沟矿区 86 号脉岩金矿		
采矿权有效期限	2015 年 11 月 17 日至 2025 年 11 月 17 日		
开采矿种	金矿、白银	采矿方式	地下开采
矿区面积	1.8332 平方公里	设计生产能力	3 万吨/年
生产规模	小型	剩余年限	12.77 年
查明资源储量	40.14 万吨	剩余资源储量	40.14 万吨
矿山名称	华泰矿业莲花山金矿区 3、7 号脉		
采矿权有效期限	2024 年 3 月 11 日至 2025 年 9 月 5 日		
开采矿种	金矿	采矿方式	地下开采
矿区面积	1.0164 平方公里	设计生产能力	6 万吨/年
生产规模	中型	剩余服务年限	10.72 年
查明资源储量	41.76 万吨	剩余资源储量	41.76 万吨
矿山名称	华泰矿业莲花山矿区五采区岩金矿		
采矿权有效期限	2024 年 9 月 15 日-2027 年 9 月 14 日		
开采矿种	金矿	采矿方式	地下开采
矿区面积	0.8138 平方公里	设计生产能力	6 万吨/年
生产规模	中型	剩余服务年限	6.61 年
查明资源储量	39.66 万吨	剩余资源储量	39.66 万吨

资料来源：赤峰市自然资源局[8]，联储证券研究院

3. 海外资源布局：国际化路线的战略尝试

3.1 万象塞班金矿：矿区经营稳健，技术攻关增量空间广阔

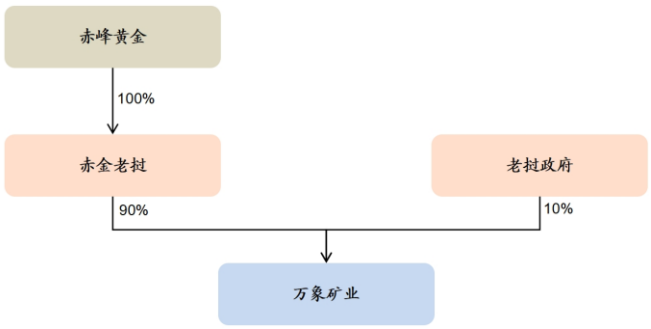
全球化布局的首次尝试。Speon（塞班）铜金矿位于老挝中南部沙湾纳吉省境内，是该国最大的有色金属矿山之一，最早由力拓矿业在 1992 年发现，1993 年成立 LXML（万象矿业）运营矿区，2018 年 11 月，赤峰黄金通过收购赤金老挝（MMG Laos）100%股权，获得了万象矿业 90%股权，矿区剩余 10%权益由老挝政府持有。受制于矿产特征、黄金品味以及回收技术的影响，矿区自 2011 年起经营重心放置于铜矿资源的生产，2013 年一度暂停了矿山金生产开发。公司在收购完成后，对于矿区生产技术设施、相关设备以及生产技术进行持续投资升级，2020 年重启黄金生产。目前塞班金矿持有 130.88 平方公里的采矿权、1010.1 平方公里的探矿权，开采方式为露天开采与地下开采相结合，黄金和铜由两条独立生产线生产，设计年采选矿石能力约 350 万吨，主要产品为含金 30%-80%、含银 10%-70%的合质金以及电解铜，通过招标方式向国际大型黄金精炼厂进行销售。

[8] http://zrzyj.chifeng.gov.cn/zwgk/zfxxgk/fdzdgknr/gsgg/kyqgsgg/202502/t20250220_2538273.html

图24 万象 Speon 金铜矿地理位置

资料来源：赤峰黄金万象矿业官网[9]，联储证券研究院

图25 万象矿业股权结构



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

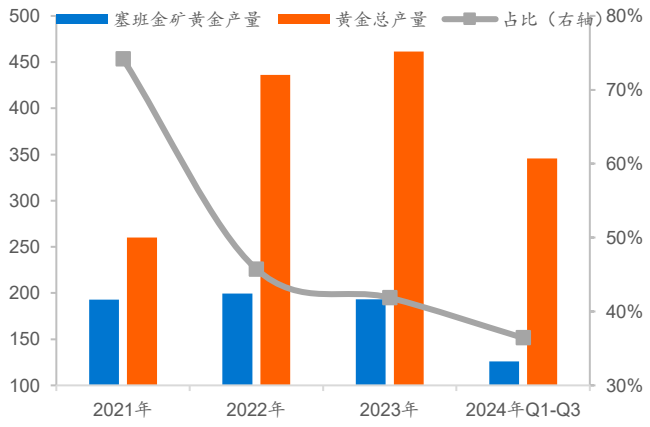
表8 万象 Speon 铜金矿基本情况（百万吨、克/吨、%、吨、千吨、万吨、年）[10]

矿山名称	主要品种	资源量			储量			年开采能力	资源剩余可开采年限	采矿权有效期
		矿石量	品味	金属量	矿石量	品味	金属量			
万象矿业塞班金铜矿	黄金	11.66	4.16	48.49	7.38	3.08	22.76	300	6	2033 年 9 月 29 日
	铜	5.51	1.59	87.44	1.07	0.96	10.34	150	3	
	稀土	90.57	352.43	31.92						

资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

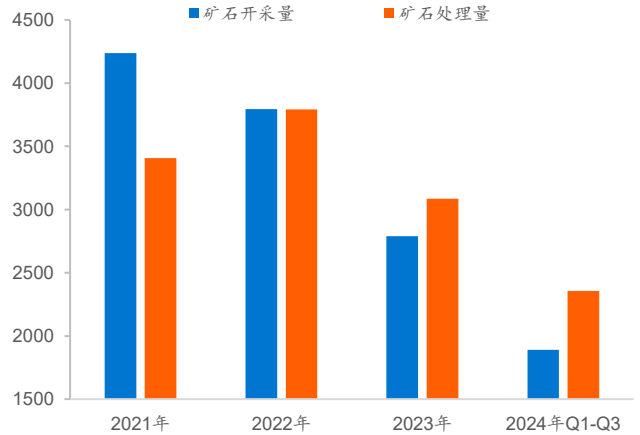
塞班金矿是公司黄金供应体系核心，2024 年业绩表现亮眼。2020 年矿区跟随公司战略调整，生产主线进行重大转向，2021 年至今持续扮演公司黄金生产的主体角色。2022 年起虽然由于加纳瓦萨矿区加入公司黄金生产框架，矿区黄金供应占总量比例有所下滑，但依旧发挥核心支撑作用。2024 年，矿区经历探矿系统升级，黄金产量相较 2023 年同期有所下滑，1-3 季度矿石开采量 189 万吨，矿石处理量 235.5 万吨，黄金产量 125900 盎司，同比下滑 10.6%，占公司黄金总产量的 36.43%。在国际金价上行的带动下，矿区业绩 2024 年再创新高，年度实现营收 33.4 亿元，同比增长 9.34%，创造净利润 5.4 亿元，同比增长 88.5%。

图26 万象 Speon 金铜矿黄金产量波动情况（千盎司）



资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

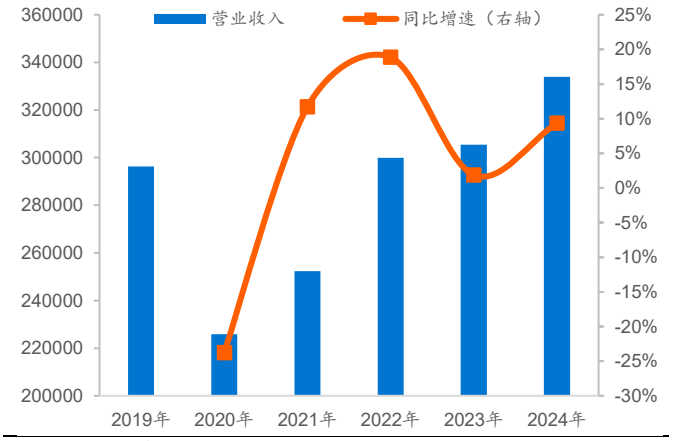
图27 万象 Speon 金铜矿矿石开采及处理量波动情况（千吨）



资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

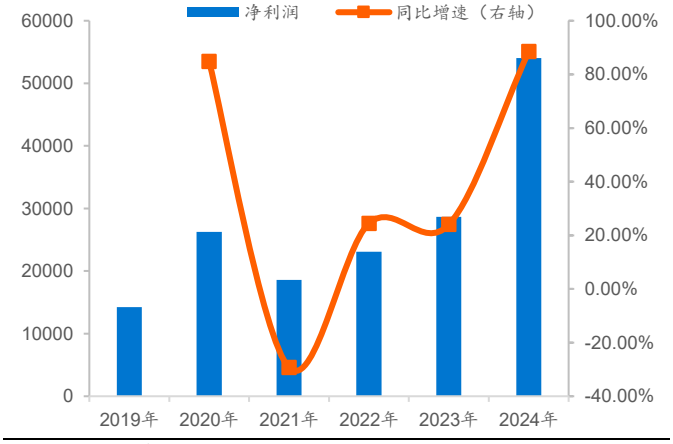
[9] https://lxml.la/en/about-sepon/company-overview/#key-facts
[10] 金金属量单位为吨，铜、稀土单位为千吨；黄金、稀土品味单位为克/吨，铜单位为%

图28 万象矿业营收规模波动情况（万元）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

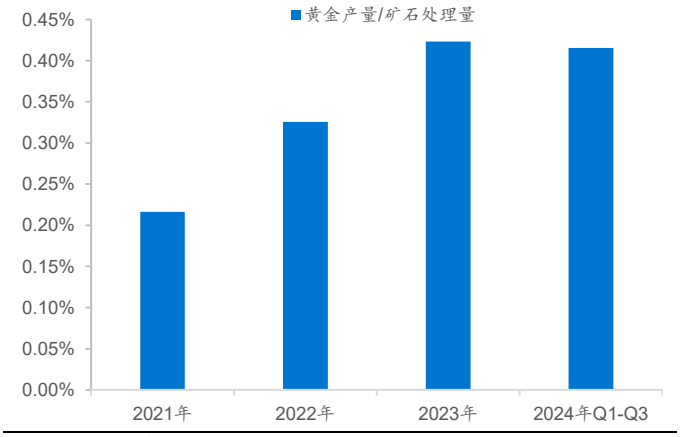
图29 万象矿业净利润规模波动情况（万元）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

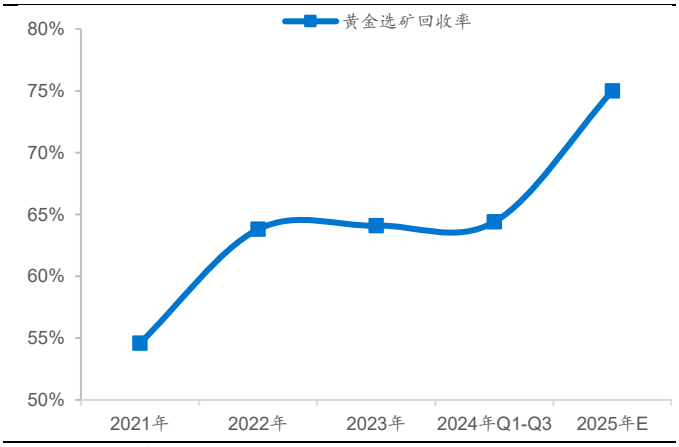
选矿工艺攻关，提升难选矿石回收率。塞班金铜矿属于难选金矿石，矿物共生关系复杂，黄金被硫化物包裹，通过常规浸出手段难以有效提取，因此矿区黄金回收率显著低于公司平均水平。为了解决该问题，公司在过去数年持续加码对于低品位复杂矿石试验和选矿工艺的研究投入，目前通过完善配矿、高压氧化、浮选及浸出环节解决难选金矿的关键问题，矿区黄金回收率由 2021 年的 54.6%大幅增加至 2024 年的 64.4%，增长约 10 个百分点，为矿区黄金产量增长做出重要贡献。2024 年，矿区进一步推动对于塞班金矿粗选和浸出树脂项目的优化，以期进一步提高黄金选矿回收率。根据赤峰黄金 H 股招股说明书提供的展望数据，预计到 2025 年年中，塞班金矿黄金选矿回收率能够在 2024 年水平之上，进一步提升至 75%左右，对于公司黄金产量提升具有重大意义。

图30 矿区黄金产出效率稳步提升



资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

图31 黄金回收率大幅增长



资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

万象矿业探矿权覆盖面积超 1000 平方公里，矿区内地质环境复杂，成矿环境优异，矿床类型多样，2024 年完成勘探工程 72000 米，超过预算 22000 米，在 SND 勘探区取得重大突破，初步判断为斑岩型矿体，预期 2025 年可完成初期资源量评估。

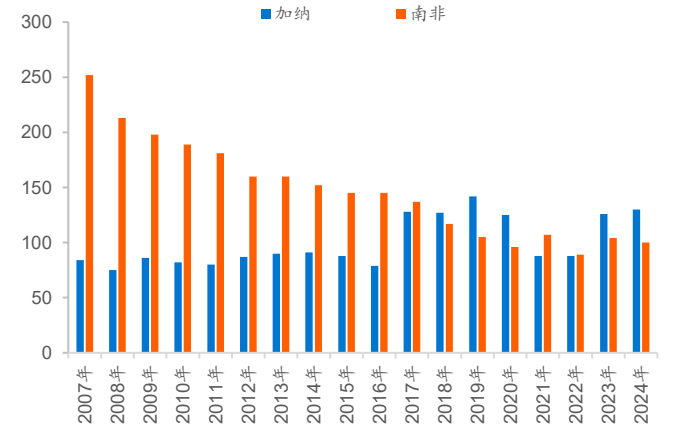
矿区实施“勘探——开发”一体化策略，积极推进勘探成果转化进程，其中远西采区是重点资源增长来源。2024 年 8 月，万象矿业获得新采矿权证，塞班金矿远西矿区覆盖入公司采矿范围内，使得许可区域由 11696 公顷扩大至 13088 公顷，矿区推断矿产资源量约为 116.5 万吨，黄金品味 5.68 克/吨，远超塞班金矿的平均水平；2024 年 9 月，远西露天金矿基础设施建设完成并实现投产，年内贡献黄金产量 1.2 吨，是万象矿业业绩再创新高的重要助力。同时，矿区同样具备地下开采潜力，根据公司招股说明书披露，2025 年塞班金铜矿地下开采产能将从当前 53.6 万吨/年提升至 82.6 万吨，叠加远西矿

区露天产能爬坡，矿区黄金产量有望再创新高。

3.2 加纳瓦萨金矿：增产扩储主力军

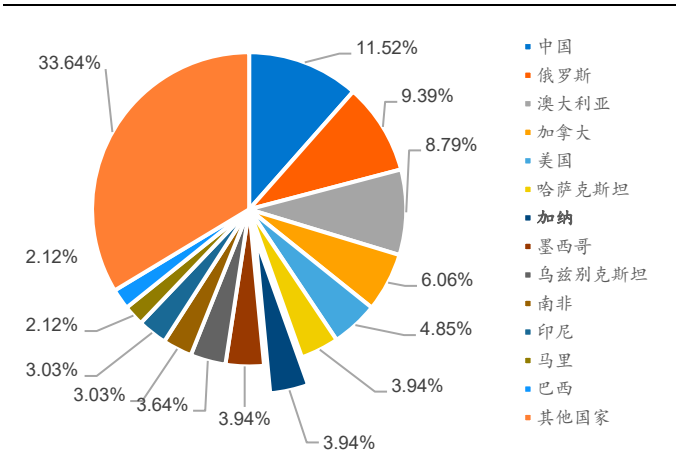
加纳——非洲黄金产量第一大国。加纳地处非洲西部，境内矿产资源丰富，素有“黄金海岸”之称。2018 年价格取代南非，成为非洲第一大产金国。新冠疫情后，加纳黄金产量有所下滑，2022 年之后逐步回升，2024 年，加纳黄金产量 130 吨，同比增长 3.17%，占全球矿产金年度总产量的 3.94%。

图32 加纳与南非矿产金产量对比（吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

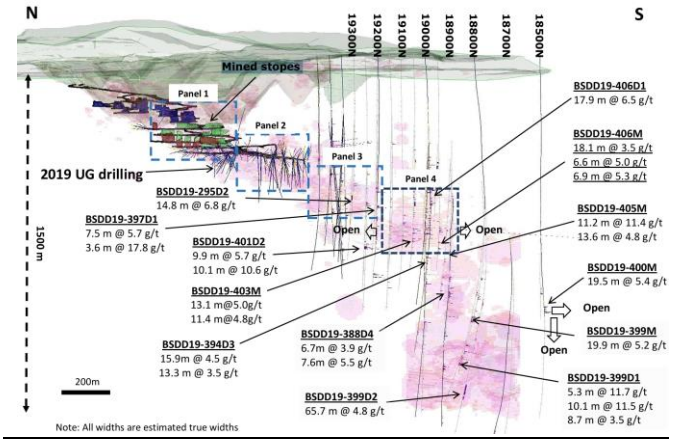
图33 2024 年全球矿产金产量分布



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

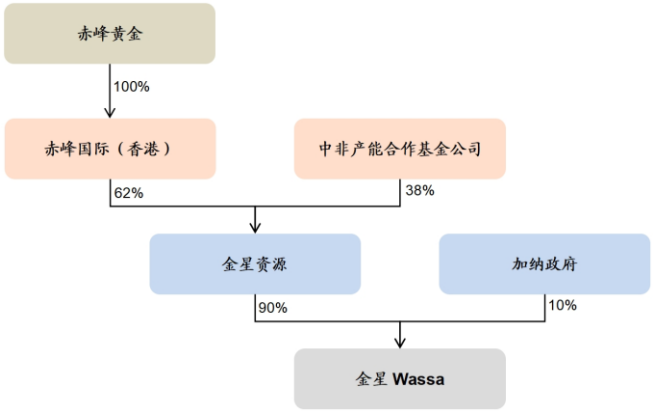
Wassa（瓦萨）金矿位于非洲加纳西部，位于该国最大的金矿带 Ashanti 金矿带之上，于 2004 年开始露天开采，2017 年进行井下开采，加拿大矿业公司金星资源持有瓦萨金矿 90%权益，为该公司的核心资产，剩余 10%权益由加纳政府所有。2022 年 1 月，赤峰黄金收购金星资源 62%股权。目前矿区采用地下和露天开采相结合的方式运行，但以地下开采为主，设计年采矿产能 300 万吨、设计年选矿产能 400 万吨，主要产品为含金量 80%以上的合质金，矿石储量超过 800 万吨，黄金品味 2.13 克/吨，持有两份采矿权和三份探矿权，面积分别为 62.45 平方公里和 148.15 平方公里，是当前加纳拥有矿权面积最大的黄金企业。

图34 加纳 Wassa 金矿矿区分布图



资料来源：金星资源官网[11]，联储证券研究院

图35 加纳 Wassa 金矿股权结构



资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

[11] https://www.gsr.com/en/about-us/

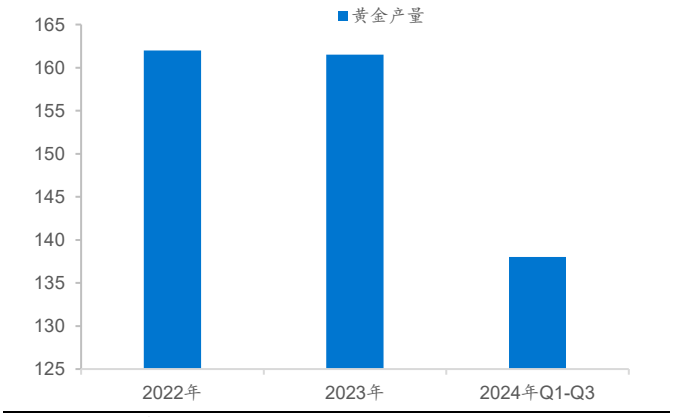
表9 加纳 Wassa 金矿基本情况（百万吨、克/吨、吨、万吨、年）

名称	矿石量	品味	金属量	年开采能力	资源剩余可开采年限	采矿权有效期
资源量	76.93	3.32	255.31	270	25	2047 年 1 月 25 日
储量	8.03	2.13	17.08			

资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

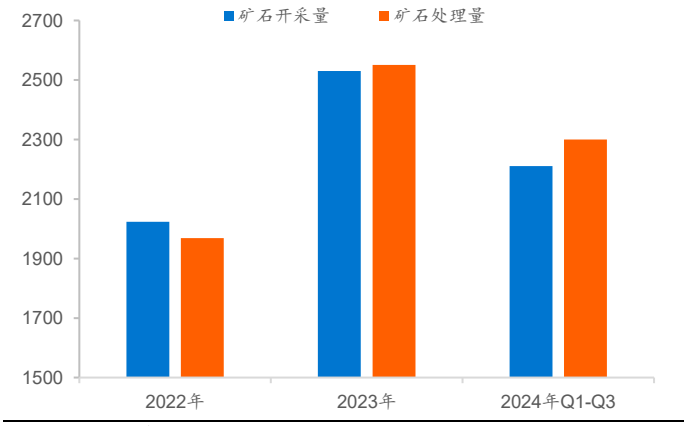
2022 年至今，瓦萨金矿黄金产量相对稳定。2022 年、2023 年，矿区生产黄金 162000 盎司、161500 盎司，2024 年前三季度，矿区黄金产量 138000 盎司，相较 2023 年同期水平增长 18.9%，主要系 B-shoot 南部及 242 斜坡道新建对产量的贡献。在产量增长、国际金价上行的双重拉动下，瓦萨金矿 2024 年营收及净利润规模大幅增长。2024 年，矿区实现营收 29.01 亿元，同比增长 35.62%，净利润 2.31 亿元创下历史新高。

图36 加纳 Wassa 金矿黄金产量波动情况（千盎司）



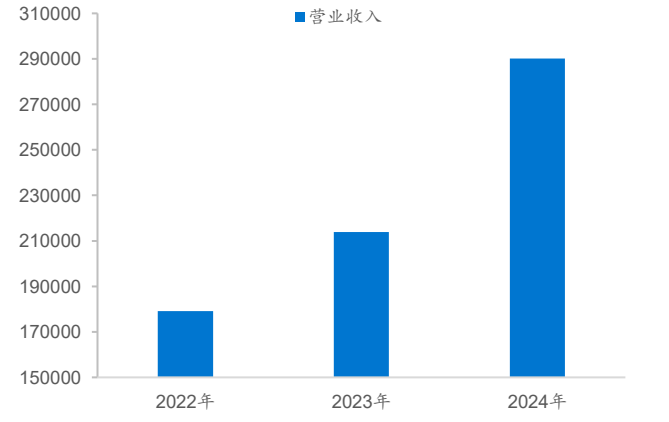
资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

图37 加纳 Wassa 金矿矿石开采及处理量波动情况（千吨）



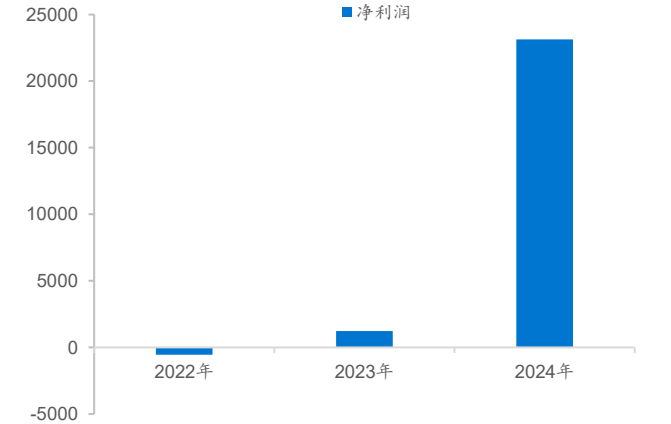
资料来源：赤峰黄金 H 股招股说明书，联储证券研究院

图38 矿区营收规模逐年增长（万元）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图39 2024 年矿区经营走上正轨（万元）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

瓦萨金矿将是公司扩产增量的重点发力方向，根据赤峰黄金资源开发规划，预期 2028 年，瓦萨金矿将建设成为公司所属的大型国际化黄金矿山，黄金年产量提升至 353000 盎司，为实现该目标，矿区建设将围绕选矿产能及黄金探采两方面进行升级。

瓦萨矿区地下开发采矿产能升级是公司重点建设工程之一，截止至 2024 年累计投入已超过 9.53 亿元，项目完成后，矿区采矿能力将提升至 330 万吨/年，相较 2020 年增长 106.25%。

并购完成后，瓦萨金矿持续推进深层矿体开发工作。Father Brown 矿山是矿区所属的露天矿之一，相关采矿工作在 2013 年暂停。公司接手后，2024 年 6 月归于该矿山开

发完成了可行性研究，2025 年开始进行部分试探，逐步推进该矿山地下开采建设。根据 2021 年评估数据显示，矿山保有的推断矿石资源量 266 万吨，黄金品味 5.3 克/吨，黄金金属量 453000 盎司。

表10 Wassa 金矿各矿体推断资源量（百万吨、克/吨、千盎司）

矿体	推断资源量		
	矿石量	金品位	金金属量
Wassa OP	--	--	--
Wassa UG	70.5	3.39	7689
Father Brown	2.66	5.3	453
Regional OP	0.87	1.47	41
Total	74.02	3.44	8183

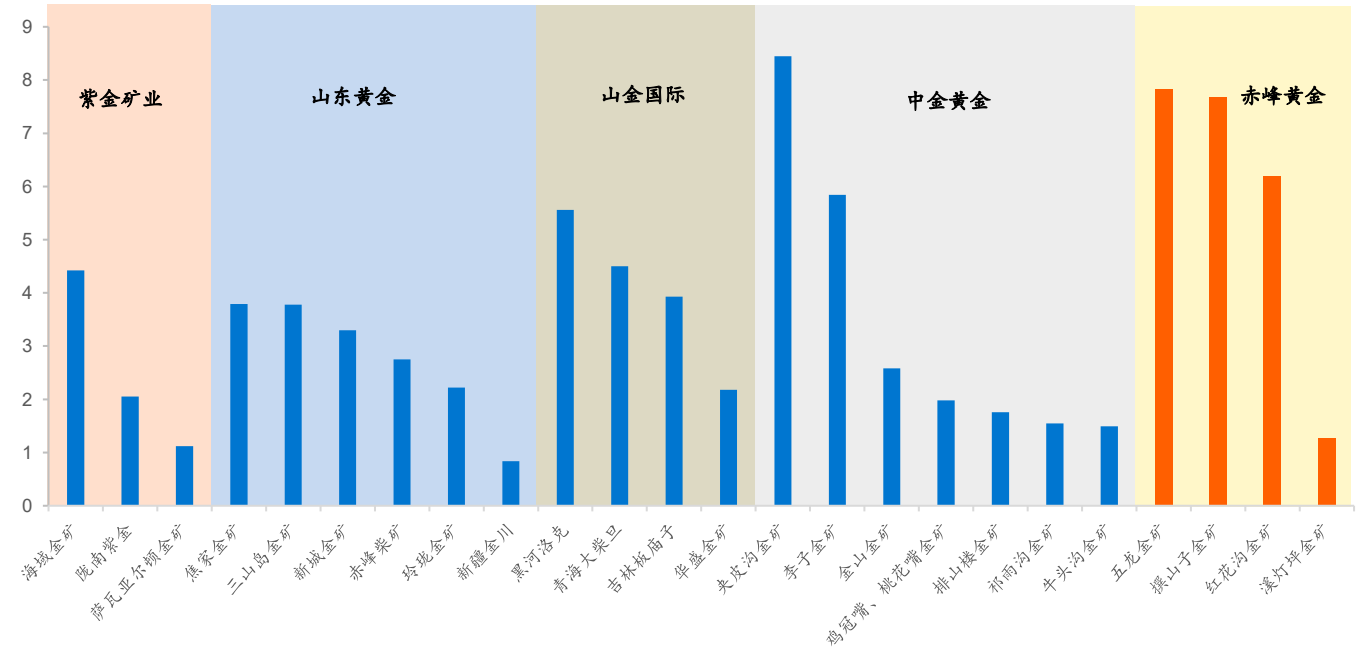
资料来源：赤峰黄金收购 Golden star 62%股权项目评估报告，联储证券研究院

4. 竞争优势：资源禀赋优异，成本控制能力出众

4.1 境内境外双向奔赴，成长前景可期

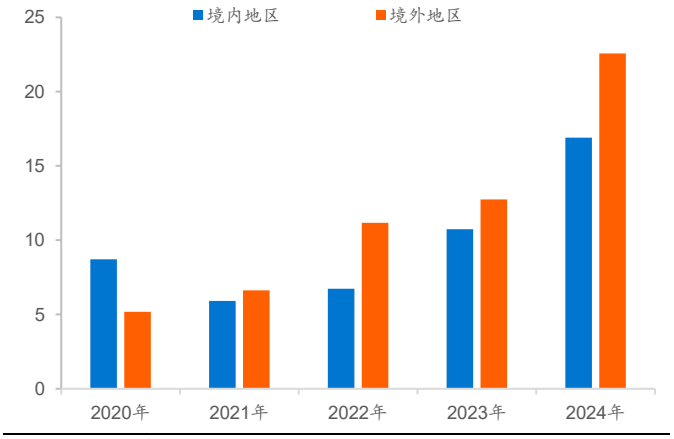
境内矿山资源禀赋优异，盈利能力领先行业。公司国内矿业子公司矿山虽然对标头部金企，产能规模相对有效，但矿石品味较高，属于国内黄金市场中极为稀缺的高品位富矿床。根据 2024 年公司年报披露的数据显示，主力矿山中五龙金矿黄金品味 7.83 克/吨、撰山子金矿黄金品味 7.68 克/吨、红花沟金矿黄金品味 6.2 克/吨，类比其他上市金企国内主力矿山，公司境内矿山黄金品味处于行业第一梯队。因此，虽然国内矿山黄金年产量相对有限，但生产单位成本较低，业务毛利率较高，2024 年，公司境内黄金产量 3.91 吨，占黄金总产量的 25.79%，同比增长 5.6%，贡献毛利 16.91 亿元，占公司毛利总量的 42.83%，毛利率 61.76%，相较 2023 年增加 8.68 个百分点。

图40 主要金企境内核心矿山品味对比（克/吨）



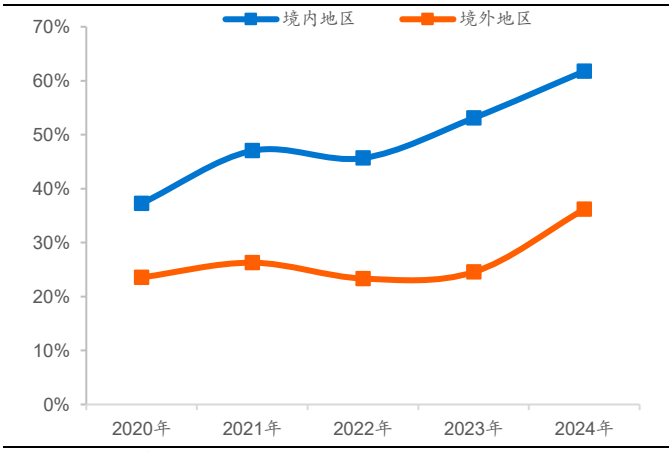
资料来源：赤峰黄金、紫金矿业、山东黄金、山金国际、中金黄金公司年报，联储证券研究院

图41 境内外主营业务毛利润对比（亿元）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图42 境内外主营业务毛利率对比

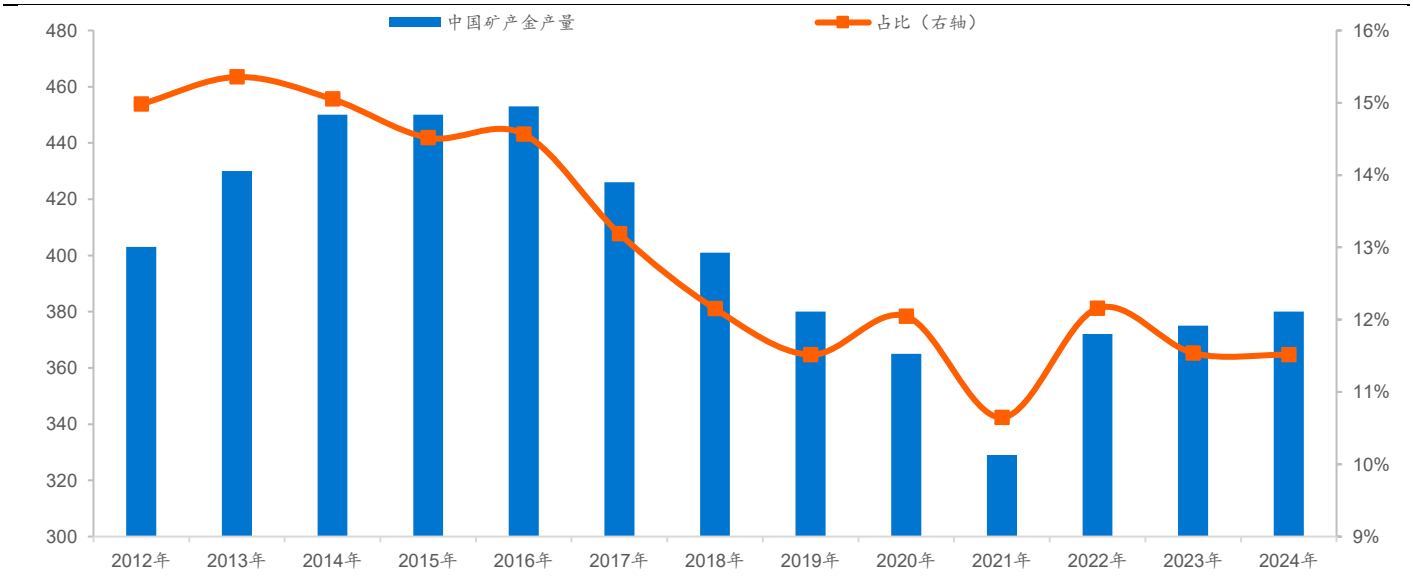


资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

我国黄金产业发展迅速，2008 年起一直是全球最大的黄金生产国，2024 年矿产金产量 380 吨，继续保持领先地位。但经过多年开采，国内资源开采品味下滑，成本不断上升，资源后续保障能力不足的问题日益凸显，相较 2016 年的国内黄金年产峰值，2024 年年产量已下滑 73 吨，占全球产量比例缩减 3 个百分点。因此，贯彻国际化发展战略，拓展海外黄金资源，是国内金企保障资源安全稳定供应、拓宽市场发展空间的必要路线。

公司资源布局贯彻国际化战略路线，境外两大矿山持续发挥核心支撑角色。公司于 2018 年收购老挝塞班铜金矿、2022 年收购加纳瓦萨金矿，国际化布局脚步领先行业，国内唯一能够坐拥两座海外金矿的民营黄金矿企。2024 年境外两座矿山贡献黄金产量 11.25 吨，为公司黄金产出的核心。同时，塞班金矿作为老挝境内最大的铜金矿山、瓦萨金矿地处加纳最大的金矿带——Ashanti 金矿带，两座矿山均具备极佳的开发前景，万象矿业的远西金矿露天、地下矿区建设项目以及瓦萨金矿地下采区建设项目均为公司重点跟踪的核心工程，承担着公司远期黄金产量增长的重担。

图43 国内矿产金产量整体下行，未来增量空间有限（吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

表11 公司重大非股权投资信息披露（万元）

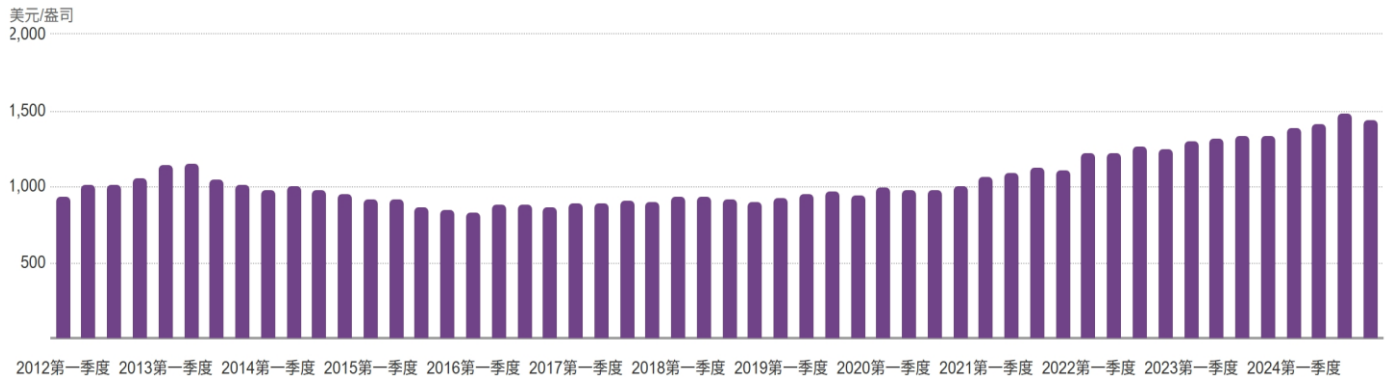
项目名称	2024 年资金投入	已累计投入	资金来源	项目进度	预期目标
吉隆矿业新选厂扩建	12727.03	16587.41	自有资金	完工	新增年选矿能力 18 万吨
瀚丰矿业天宝山铅锌矿立山矿区开采 60 万吨/年扩建项目	9279.95	19315.03	募集资金	完工	年采选矿石达到 60 万吨
万象矿业远西项目	13143.84	13143.84	自有资金	部分完工	年采矿量 130 万吨
金星瓦萨地下开发采矿项目	24241.04	95278.43	自有资金	在建	年采矿能力 330 万吨

资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

4.2 降本增效成果斐然，盈利能力行业领先

伴随国际金价近两年的强势表现，全球黄金企业的矿产金生产成本同步走强。得益于黄金市场过去两年的强势表现，使得原本缺乏开采价值的边际低成本金矿具备了开采价值，而利润空间的扩大也使得黄金企业普遍采用相对积极的战略方向，进而推高了持续性资本性支出，外在表现为全球金矿的生产成本整体呈现上行趋势。2024 年三季度，全球金矿总维持成本继续延续涨势，突破 1450 美元/盎司创下自 2010 年以来的新高值，同比涨幅 9%，环比涨幅 4%。

图44 全球黄金生产总维持成本波动情况（美元/盎司）

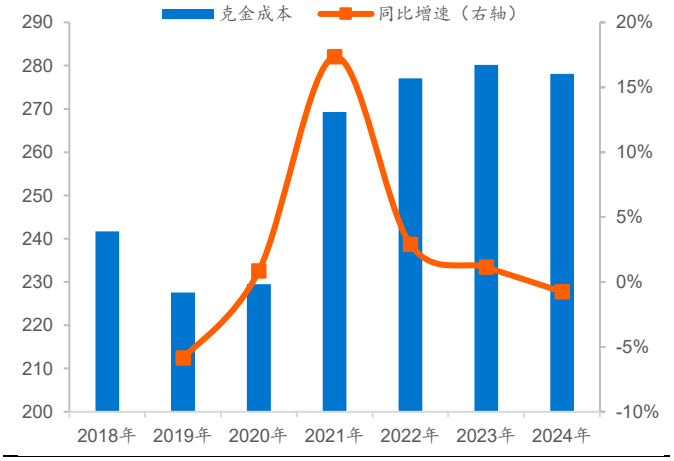


资料来源：世界黄金协会[12]，联储证券研究院

公司始终将成本控制作为战略发展的重要方向，根据所属矿山的实际情况，针对性的进行降本增效。公司境内矿山得益于优异的资源禀赋，单位成本较低，毛利率较高，2024 年公司所属境内矿山克金成本 157.09 元/克，与其他矿企相比成本优势明显。境外两座主力矿山是公司降本增效战略的核心。万象塞班矿山受制于难选矿产品类的制约，矿山入选品味落后于公司平均水平。针对该问题，公司过去数年持续性进行技术攻关，稳定提高选矿回收率，2024 年进一步推动对于塞班金矿粗选和浸出树脂项目的优化，年度选矿回收率相较投产之初提升 20%，全维持成本由 2022 年 1476.89 美元/盎司下行至 1323.75 美元/盎司，降幅 10.37%。金星瓦萨金矿供应部门与公司上海采购中心密切合作，扩大供应商范围，加大对于低成本地区的采购力度，集中化采购成本矿区降本增效的重要手段。同时针对矿山采矿能力不足、掘进工程效率较低的问题，矿区引入外部承包商，形成内部竞争，提高工作效率，降低工程成本。矿区全维持成本由 2022 年的 1371.23 美元/盎司下行至 2024 年的 1304.46 美元/盎司，降幅 4.87%。

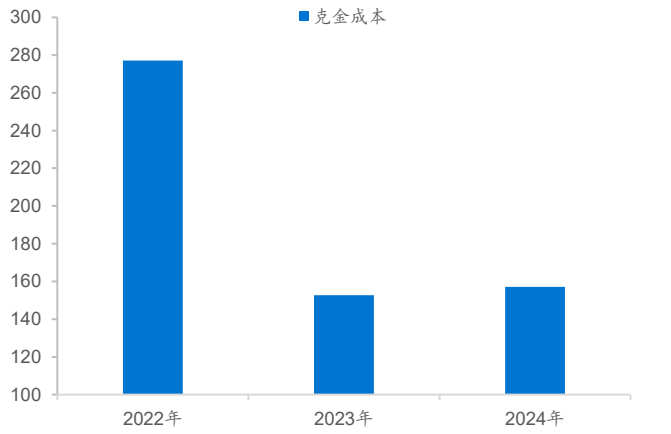
[12] https://china.gold.org/goldhub/data/aisc-gold

图45 公司克金成本波动情况（元/克）



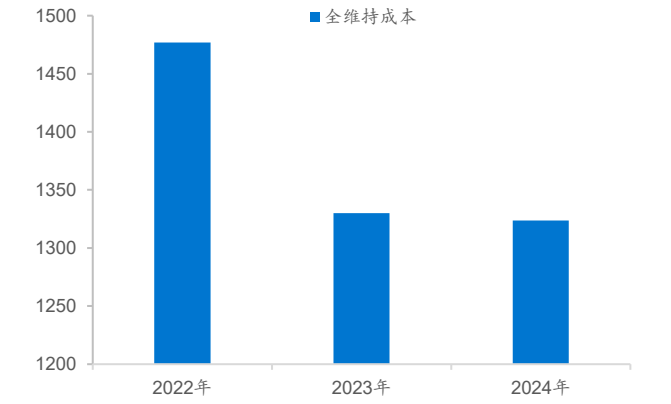
资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图46 2022 年后公司所属国内矿山克金成本大幅下行（元/克）



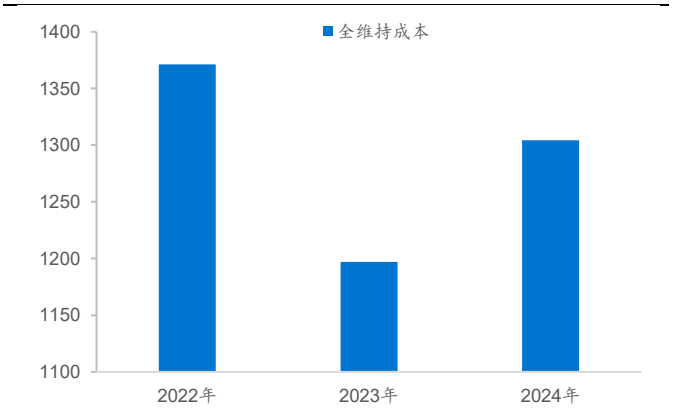
资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图47 万象矿业矿产金全维持成本波动情况（美元/盎司）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

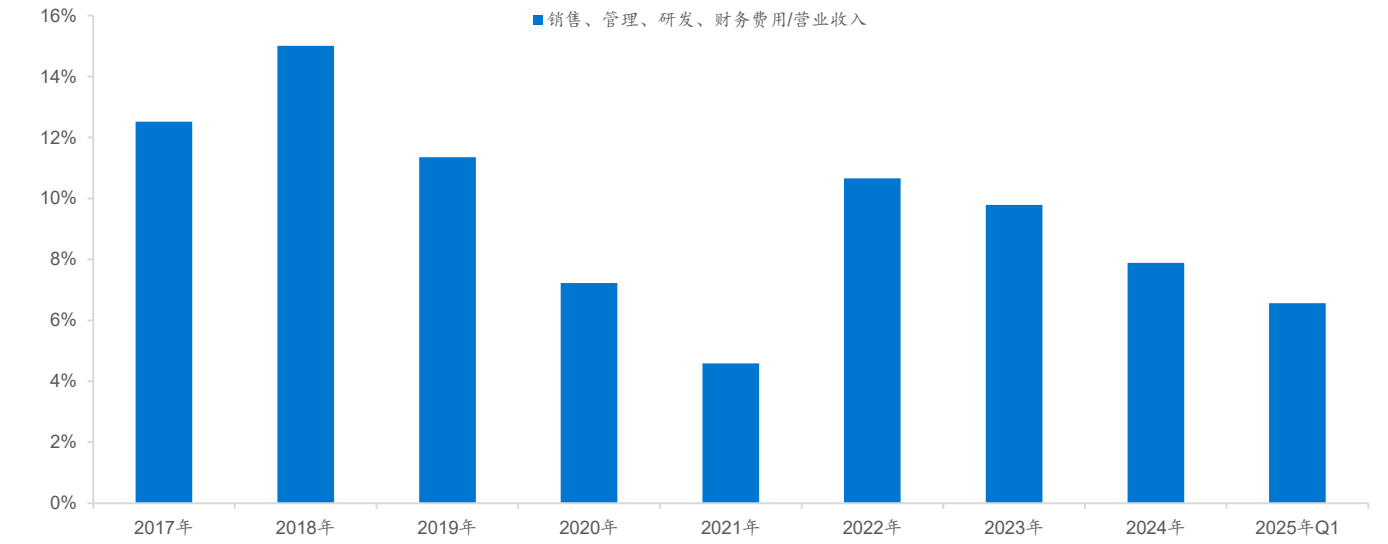
图48 金星瓦萨矿产金全维持成本波动情况（美元/盎司）



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

2022 年，加纳金星资源纳入合并范围同时进行整合，公司三费费率上行，伴随矿区运营趋于稳定以及降本增效战略的持续推进，三费费率逐步下行。2024 年公司三费费率（含研发费用）7.88%，相较 2023 年下调 1.91 个百分点，2025 年一季度进一步下行至 6.56%，展现了公司极强的费用把控能力。

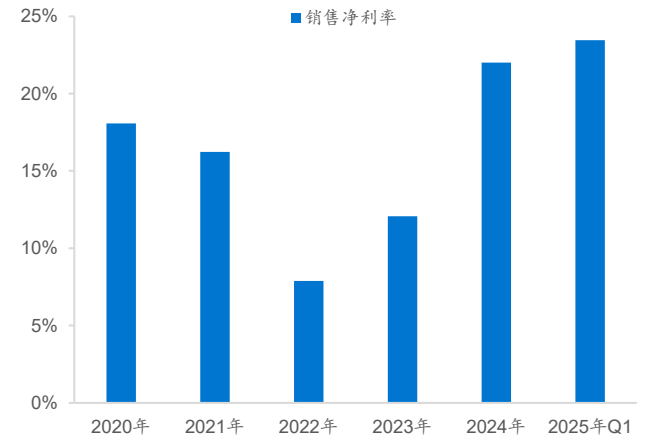
图49 公司三费费率波动情况



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

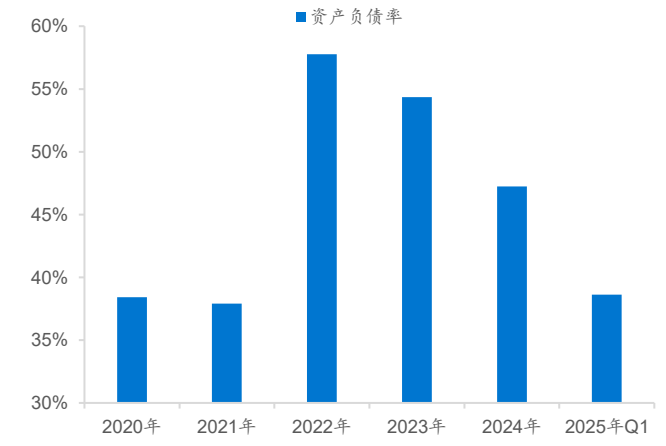
盈利能力大幅提升，负债管理效果明显。2024 年，公司销售净利率 22%，较 2023 年大幅提升 7.94 个百分点，2025 年 一季度进一步上行至 23.46%，盈利能力的大幅增长，一方面受黄金价格上行的带动，同时也是公司持续推进降本增效的战略的直接体现。同时在公司 2022 年完成对于金星资源的整合后，公司资产负债率持续回落，2024 年 47.25%，2025 年一季度进一步下行至 38.62%，基本调整至 2021 年前的低位水平，健康的财务环境为公司未来进行资源扩张、并购整合奠定了坚实基础。

图50 赤峰黄金销售净利率波动情况



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图51 赤峰黄金资产负债率波动情况



资料来源：赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

4.3 掌舵人运筹帷幄，员工持股上下一心

董事长管理经验丰富，海外资源并购硕果累累。董事长王建华先生具备丰富的大型矿业企业管理经验，2006 年任职山东黄金董事长，在任期间公司黄金年产量由 2006 年的 8.24 吨，2013 年大幅提升至 26.82 吨，快速成长为国内最大的黄金企业。2013 年入职紫金矿业担任公司总裁，在职期间主导多笔重大海外矿产资源并购交易，其中包括刚果金科卢韦齐铜矿、刚果金卡莫阿铜矿，两座矿山至今依旧为紫金铜矿产出的核心角色。2018 年加入赤峰黄金，担任董事长、总裁，迅速实现公司经营战略转向，锚定黄金矿产资源开发作为公司业务核心，同时制定了国际化战略路线，先后于 2018 年、2021 年收

购老挝塞班金矿、加纳瓦萨金矿，其坚定的领导风格以及丰富的从业经验是公司在复杂的市场环境中进行精准决策的重要保障。

表12 董事长王建华先生具备丰富的大型矿企管理及海内外并购经验

任职时间	所在公司	职务	期间部分工作成果
2006 年 2 月-2013 年 2 月	山东黄金	董事长、党委书记	黄金产量由 2006 年的 8.235 吨，提升至 2013 年的 26.82 吨
2013 年 6 月-2016 年 12 月	紫金矿业	董事、总裁	2013 年收购卡尔古利矿业 2014 年收购洛阳坤宇矿业，下辖 5 个金矿采矿权、1 个金矿探矿权 2014 年收购刚果金科卢韦齐铜矿 51%股权 2015 年收购刚果金卡莫阿铜矿 2015 年收购巴布亚新几内亚波格拉金矿 2015 年收购南非 NKWE 金矿
2018 年 9 月至今	赤峰黄金	董事、董事长、总裁	2018 年收购老挝塞班金矿 2021 年收购加纳瓦萨金矿

资料来源：赤峰黄金、山东黄金、紫金矿业公司年报，联储证券研究院

2020 年 10 月，公司推出第一期员工持股计划，制定了详细的业绩考核指标，将公司核心员工个人利益与公司利益进行了深度绑定。2023 年、2024 年又先后出台两期持股计划，涉及人数不断扩大，充分调动了公司核心员工的从业积极性，间接助力公司业绩迭创新高。第三期计划草案中，涉及核心员工人数已扩大至 210 人，总持股规模不超过 1518.26 万股，业绩考核要求 2025 年黄金产量较 2024 年增长 5%以上，彰显公司对于发展前景的信心。

表13 赤峰黄金员工持股计划信息整理

计划名称	制定时间	人数要求	规模限制	业绩考核详情
第一期员工持股计划	2020 年 10 月	不超过 98 人	不超过 8319.5569 万股	第一个解锁期：2020 年黄金产量不低于 4.5 吨 第二个解锁期：2021 年黄金产量不低于 10 吨 第三个解锁期：2022 年黄金产量不低于 16 吨，且 2020-2022 年黄金产量累计不低于 30.5 吨
第一期员工持股计划修订稿	2021 年 5 月	不超过 98 人	不超过 4159.7732 万股	2021 年黄金产量不低于 10 吨，可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 50% 2022 年黄金产量不低于 16 吨，且 2021 年-2022 年黄金产量累计不低于 26 吨，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%。
第一期员工持股计划二次修订稿	2022 年 9 月	不超过 98 人	不超过 4159.7732 万股	2021 年-2022 年黄金产量累计不低于 24 吨，可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 50% 2021-2023 年黄金产量累计不低于 43 吨，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%
第一期员工持股计划三次修订稿	2023 年 3 月	不超过 98 人	不超过 4159.7732 万股	2022-2024 年黄金产量累计不低于 43 吨，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	2023 年 3 月	不超过 120 人	不超过 1657.5406 万股	2023 年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，可分配全部标的股票权益总额
第三期员工持股计划草案	2024 年 12 月	不超过 210 人	不超过 1518.26 万股	2025 年黄金产量较 2024 年增长 5%以上，可分配全部标的股票权益总额

资料来源：赤峰黄金公司公告，联储证券研究院

5. 金价判断：牛市且至半程

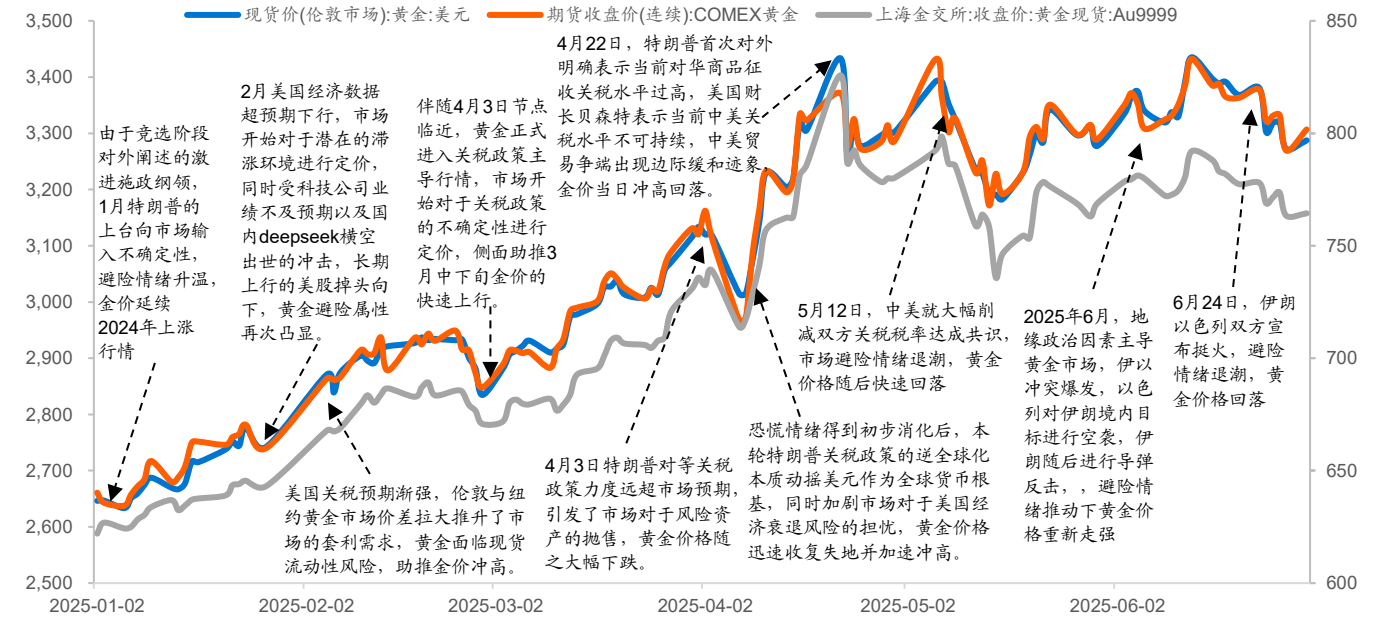
5.1 走势回顾：烈火烹油，强势表现领跑大类资产

2025 年上半年黄金市场表现强势，海内外黄金价格屡创新高。2025 年开年黄金市场延续 2024 年的强势表现，特朗普上台后，市场对于其第二任期内贸易保护主义以及潜在滞涨风险进行提前性定价，伦敦现货黄金价格在 2 月突破 2900 美元/盎司。3 月伴随白宫对外公布的政策出台节点的临近，黄金市场正式进入关税政策主导行情，虽然市场以提前对于政策不确定性进行计价，侧面助推 3 月黄金价格突破 3100 美元/盎司，但 4 月 2 日特朗普关税政策力度依旧远超市场预期，在经历短期对于风险资产普遍性抛售

的冲击之后，作为避险资产的代表，黄金价格迅速收复失地并加速冲高，4 月下旬达到年内高点 3500 美元/盎司。后续伴随中美关税谈判就降低关税税率达成初步协议，黄金价格 5 月高位回落，但受印巴、伊以等地缘风险事件的影响，6 月依旧保持高位震荡行情。

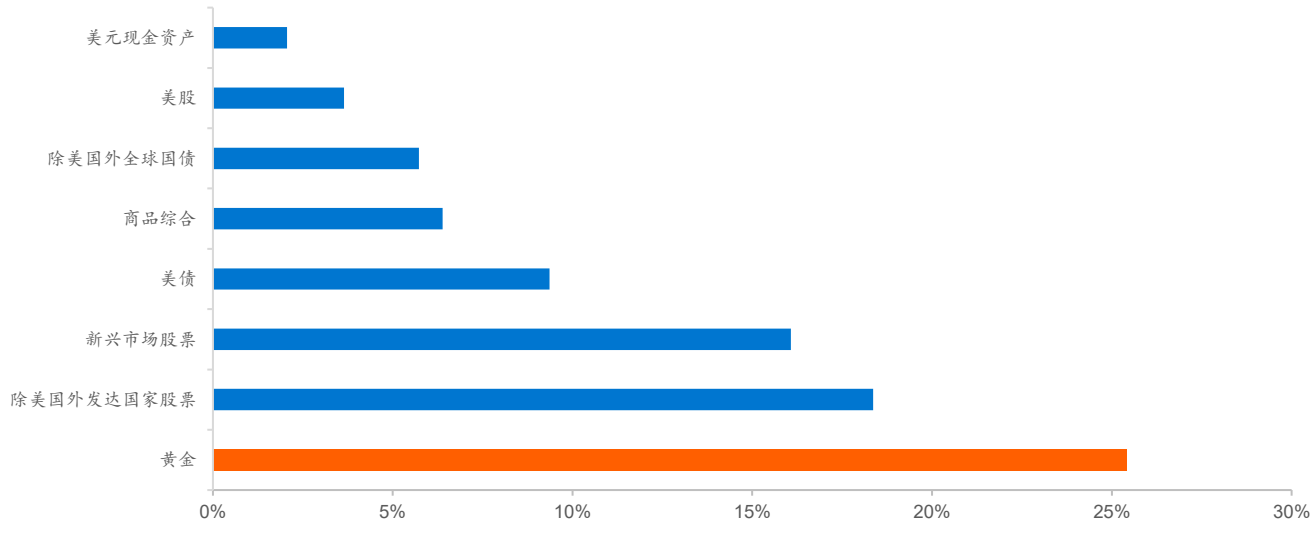
黄金是 2025 年上半年表现最好的资产之一。截止至 2025 年 6 月 30 日，伦敦现货黄金价格为 3287.45 美元/盎司，相较年初上涨 24.23%，年内最大涨幅 32.26%。在市场波动性和地缘政治风险推动下，黄金市场投资热情不断攀升，半年度收益率领跑全球主要大类资产品种。

图52 2025 年黄金价格走势回顾（美元/盎司、元/克）[13]



资料来源：Wind，联储证券研究院

图53 2025 年初至今黄金和主要大类资产收益率回报[14]



资料来源：世界黄金协会、Wind，联储证券研究院

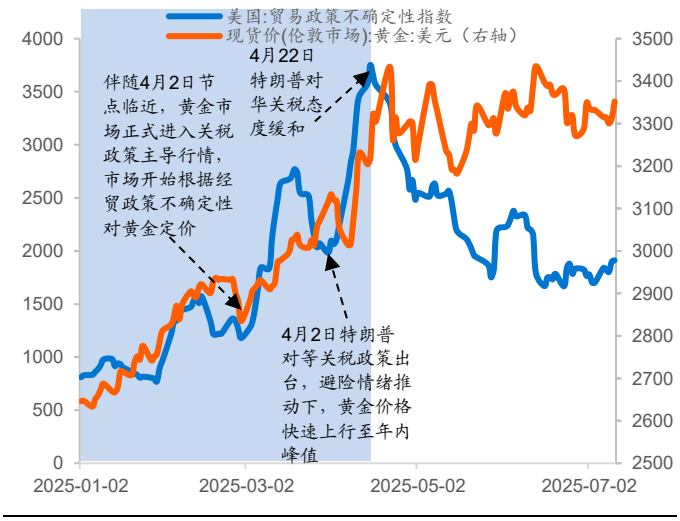
[13] 金价统计区间为 2024 年 6 月 3 日-2025 年 6 月 25 日
[14] 收益率计算选取 LBMA 午盘金价、洲际交易所美银美国 3 个月国债全收益指数、MSCI 美国全收益指数、彭博全球除美国外全球国

5.2 避险情绪阶段性退潮，短线走势或承压

回顾 2025 年上半年黄金市场，可以发现 1-5 月特朗普的关税政策方向是黄金价格波动的主逻辑。特朗普开启其第二任任期之后，迅速贯彻其竞选前的施政理念，以缩减美国贸易逆差为目的，抬高关税税率，成为其对外贸易政策的核心。政策面的不确定性刺激了资本市场的避险需求，抬高了黄金价格中枢，外在表现为国际金价与美国贸易不确定指数在 1-5 月呈现极强的正相关性。

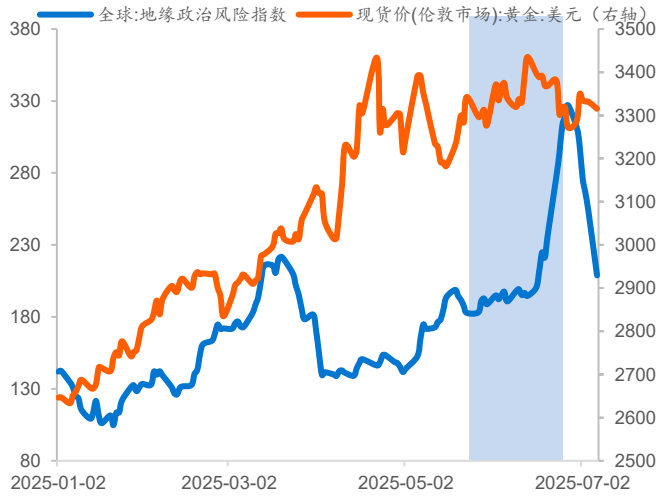
进入六月，地缘政治风险接力关税，推高金价二次冲高。2025 年 6 月伊以冲突爆发并不断升级。5 月 31 日[15]，国际原子能机构报告伊朗浓缩铀储备大幅增加；6 月 9 日[16]，以色列总理内塔尼亚胡签署命令，要求以军对针对伊朗的军事行动做好准备；6 月 13 日[17]，以色列突袭伊朗境内核设施和军事目标，随后数日，伊朗向以色列境内大规模发射导弹和无人机突袭进行回应，双方互有攻守；6 月 21 日[18]，美国发起针对伊朗核设施的空袭行动；6 月 24 日[19]，伊以双方陆续表态，宣布接受停火方案。中东地缘风险事件的爆发再度刺激了市场的避险需求，伦敦现货黄金价格在 6 月双方冲突最为激烈的阶段重新冲高，一度突破 3450 美元/盎司，后续伴随风险事件的边际缓和逐步回落。

图54 2025 年 1-5 月，美国关税政策摇摆为黄金价格不断冲高的主逻辑[20]（美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图55 六月地缘政治风险接力关税推动金价二次冲高[21]（美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

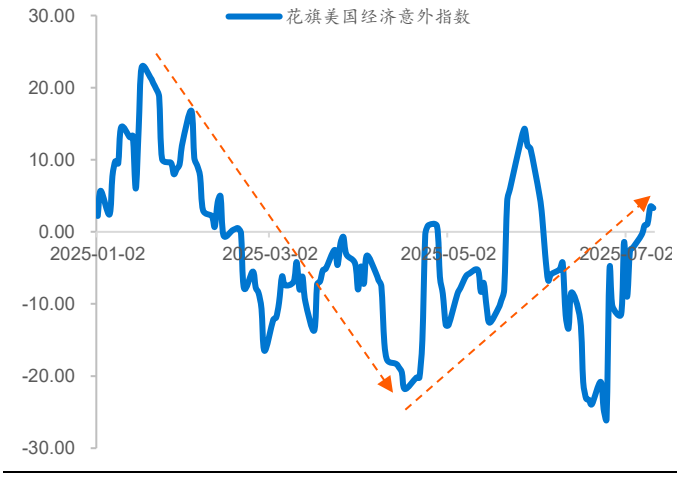
在关税争端与地缘风险所引发的避险需求阶段性退潮后，金价短期面临一定回调压力。2025 年 5 月 12 日，中美双方就大幅削减双方关税税率达成共识后，相对确定的是，这一轮由特朗普发起的对于全球近乎所有经济体的贸易战，最为激烈的对抗周期已经于 4-5 月结束。4 月 22 日特朗普首次表达出对华关税政策缓和倾向后，美国经济意外指数开始触底反弹，期间虽受 5 月末美国大而美法案出台，一度跌至负区间，但 7 月再次得到修复，全球金融压力指数在 4 月末同步回落，到 7 月基本修复至所谓“对等关税”出台前水平。而六月突然爆发的伊以冲突在 24 日停火协议达成后，地缘风险迅速退潮。既然我们判断，上半年黄金市场的上行动力主要来自于关税及地缘所带来的避险需求，那

债全收益指数、彭博商品全收益指数、瑞波美国债券综合全收益指数、MSCI 新兴市场全收益指数、MSCI 除美国外世界全收益指数，数据统计时间：2025 年 1 月 1 日-2025 年 6 月 30 日

[15] https://news.cnr.cn/sq/20250602/t20250602_527193186.shtml
[16] https://military.china.com/news/13004177/20250613/48466194_all.html
[17] https://www.xinhuanet.com/world/20250613/05b7f158a4fc41d581a1ffd18ebd28c8/c.html
[18] https://www.xinhuanet.com/world/20250622/294e46d0d96147faa8eb66a1cc21414e/c.html
[19] https://www.xinhuanet.com/photo/20250625/358240cb4c5d4f058e7c252c56bcd9c5/c.html
[20] 对于美国贸易政策不确定性指数进行了十日移动平均处理
[21] 对于地缘政治风险指数进行了十日移动平均处理

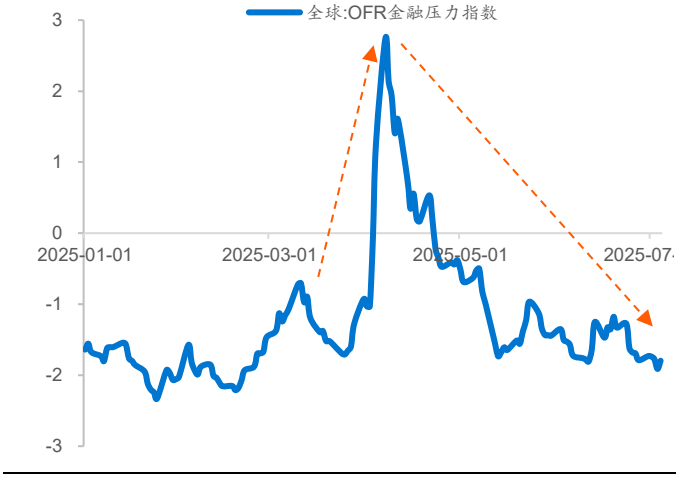
么在政策面因素边际转向、地缘风险退潮的当下，金价面临一定的回调压力也是可以预见的。

图56 关税冲突边际缓和后，美国经济不确定性显著减弱



资料来源：Wind，联储证券研究院

图57 全球金融压力得到阶段性释放



资料来源：Wind，联储证券研究院

值得注意的是，特朗普的政策制定带有浓厚的个人主义特征，关税政策后续仍旧存在反复可能，且 7 月暂缓期迫近之际，该倾向表现的愈发明显。经历 4 月关税争端的高峰期后，特朗普政府贸易政策态度一度边际缓和，对全球其他国家给予 3 个月的暂停期进行所谓关税谈判。7 月暂缓期迫近之际，美国针对日韩、欧盟等重点国家及地区的关税谈判进展缓慢，并未取得实质性进展。出于施压谈判对手方以及党内政治压力等方面考虑，7 月特朗普政府再次重启关税武器，对于重点国家、重点商品 8 月起加征关税。虽然上文分析，我们认为本轮关税争端竞争最为激烈的阶段已经度过，但从暂停期谈判进程可以看出，美国与其贸易对象核心利益尚存难以弥合的分歧，日韩、欧盟作为美国传统盟友，在以往贸易、防务谈判中，最终结果大多为妥协退让而告终，但本轮关税争端触及各国核心利益，如果全面退让将直接影响就业市场及社会稳定。**关税谈判的最终结果虽然暂时仍旧难以预测，但相对确定的是，过程必然难言顺畅，政策制定仍将经历摇摆过程。**

表14 七月特朗普关税政策反复

国家或地区	时间	事件归纳
日、韩、南非等十四国[22]	2025 年 7 月 7 日	特朗普政府致函日韩等十四国，宣布自 8 月 1 日起，对上述国家输美商品加征关税，税率最高达 40%，其中对日本、韩国输美商品统一征收 25%关税
全球[23]	2025 年 7 月 9 日	特朗普宣布，将从 8 月 1 日起对所有进口到美国的铜征收 50%的关税
欧盟[24]	2025 年 7 月 12 日	特朗普通过社媒宣布，由于欧盟关税和非关税贸易壁垒导致美国出现对欧巨额贸易逆差，将自 8 月 1 日起对欧盟进口的商品征收 30%关税
墨西哥	2025 年 7 月 12 日	特朗普通过社媒宣布，墨西哥政府未能阻止芬太尼等进入美国，在配合美国阻止非法移民进入美国方面也做得不够，将自 8 月 1 日起对墨西哥进口商品征收 30%关税
俄罗斯[25]	2025 年 7 月 15 日	特朗普宣布如果俄罗斯没有在 50 天内与乌克兰达成和平协议，将对俄罗斯征收“非常严厉”的关税及次级关税，税率约为 100%

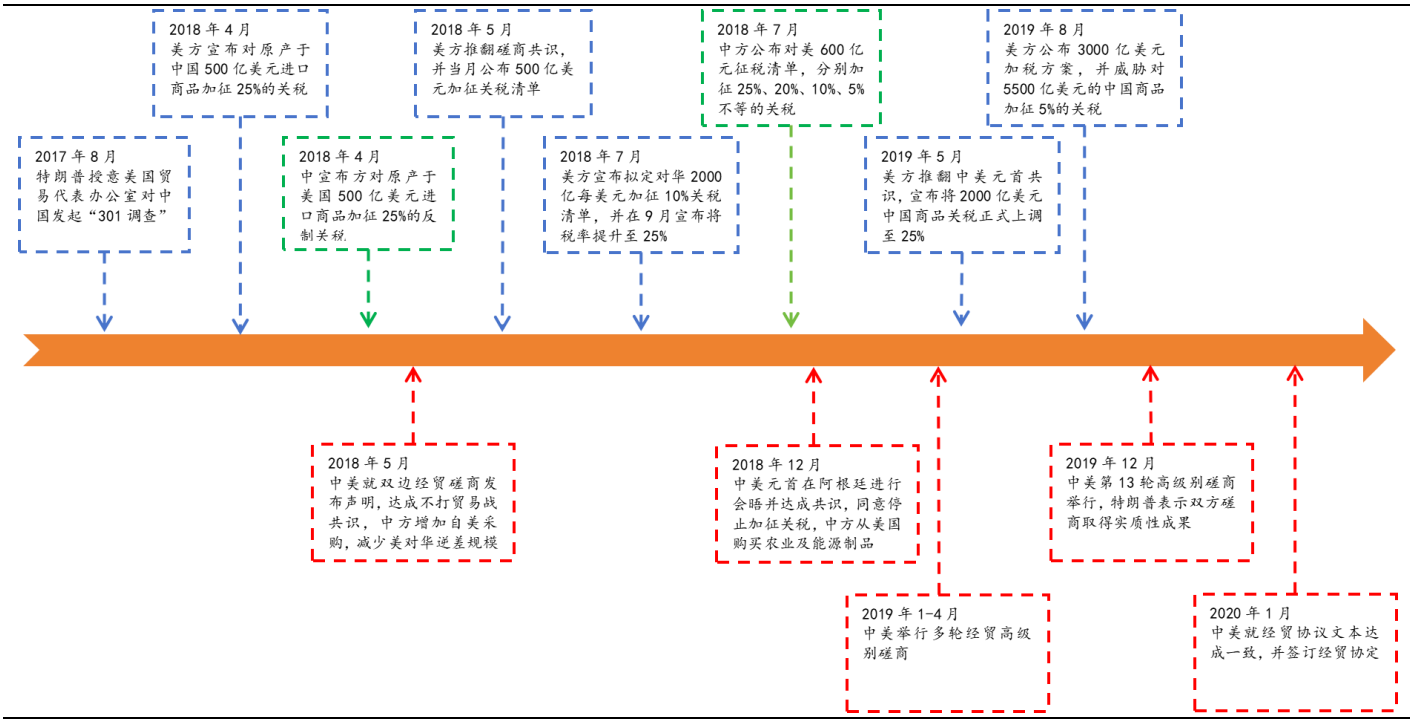
资料来源：新华社、白宫，联储证券研究院

对于本轮关税战的核心——中美贸易争端来说，参考特朗普 1.0 期间关税战的发展路径，谈判进程将继续围绕双方核心利益反复博弈。和我国强核心的政治体制不同，美国政策制定带有极强的地区主义特征，不同地区有着各州特有的经济利益，在国会中形

[22] https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/07/fact-sheet-president-donald-j-trump-continues-enforcement-of-reciprocal-tariffs-and-announces-new-tariff-rates/
[23] https://www.xinhuanet.com/20250710/618528f6e1e24a638f2cd1205309a86b/c.html
[24] https://www.xinhuanet.com/world/20250713/6d3ff7f59de940d49623a013a2210040/c.html
[25] https://www.xinhuanet.com/20250715/078e91dc75ac4acfb35e12249167b0fc/c.html

成稳定的地区性利益集团，而贸易政策对于美国地区经济有着长期性但相互冲突的影响，外向型地区经济希望贸易开放，可以更好向海外输出产品；内销商品地区则希望保护性政策避免进口商品的竞争，不同利益集团的反复博弈导致美国经贸政策执行的不稳定性，同时叠加特朗普本人执政风格的摇摆性，使得美方贯彻经贸磋商结果的执行力不足。参考特朗普第一任期之内中美贸易战 1.0 期间经贸谈判路线，2017 年 8 月美方发起“301 调查”起，中美双方进行了多轮高级别经贸磋商，期间不乏实质性成果的达成，但美方对于谈判结果执行力不足使得中美贸易争端近乎贯穿了特朗普整个第一任期。

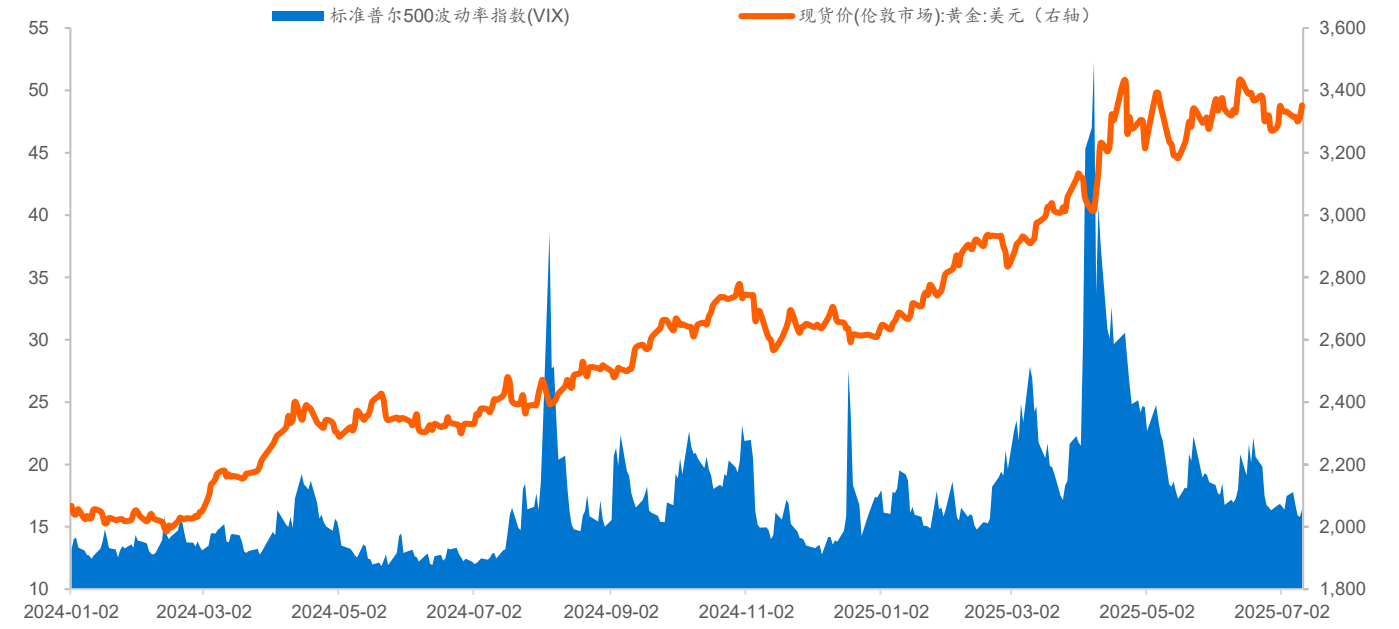
图58 2017-2019 年中美贸易争端时间线整理



资料来源：公开资料整理，联储证券研究院

关税问题虽然暂时退出了市场关注核心，但后续贸易政策的反复预期仍将持续扰动资本市场。本轮关税问题的交锋集中体现出特朗普企图将不确定性，转化为与对手国的博弈筹码，通过极限施压迫使对手做出有利于己方的让步，同时为后续政策调整留足空间。但施政方向的反复也正在透支美国的国家信用，直接反映为 4-5 月间，美国频繁出现的“股债汇”三杀的金融动荡。**因此，虽然短线金价因关税问题边际缓和面临一定回调压力,但回撤空间预期有限。**特朗普在施政领域贯彻其所谓的”交易的艺术”，在其任期内仍将持续向市场输出不确定性，作为市场普遍认可的避险资产之一，黄金在风险市场不确定性较高的环境下，将获得更多的上行机遇。

图59 2025 年特朗普开启其第二任期后，金融市场震荡频繁，波动率指数波动中枢显著抬升（美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

5.3 降息节点临近，金价再迎上行机遇

黄金自身具备极强的金融属性，美联储货币政策的调整对于其价格波动有着较强的联动影响，而对于降息节点的判断，美联储关注的重点在于两方面，即美国国内的通胀水平和就业市场的稳定性。

二季度美国通胀数据温和回升。2025 年 4 月起，美国通胀数据连续两月回升。6 月[26]美国 CPI 同比增速 2.7%，前值 2.4%，环比增速 0.3%，前值 0.2%，核心 CPI 同比增速 2.9%，前值 2.8%，环比增速 0.2%，前值 0.1%。其中能源价格上行是主要推动项，在地缘政治事件的催化下触底反弹，OPEC 原油月度均价上行至 69.73 美元/桶，较上月大幅增长 9.6%，受此影响下，六月美国 CPI 能源分项环比增速提升至 1.3%，前值为 0。

中期视角来看，我们认为年内美国通胀数据将继续上行，但风险整体可控，且回升节奏和幅度预计将相对温和，主要原因包含以下几点：

第一，供给宽松、需求承压，原油价格预期低位震荡。地缘风险消退后，油价驱动逻辑将重回基本面。供给端 OPEC+成员国 7 月发布声明[27]，宣布 8 月起日均再次增产原油 54.8 万桶，至今年 4 月以来，已累计增产至每日 191.8 万桶。而关税的不确定性持续冲击全球经济增长预期和原油需求预期。综合供需两端因素，年内国际原油供需结构相对宽松，油价预期维持低位震荡行情，压低美国国内能源消费价格；

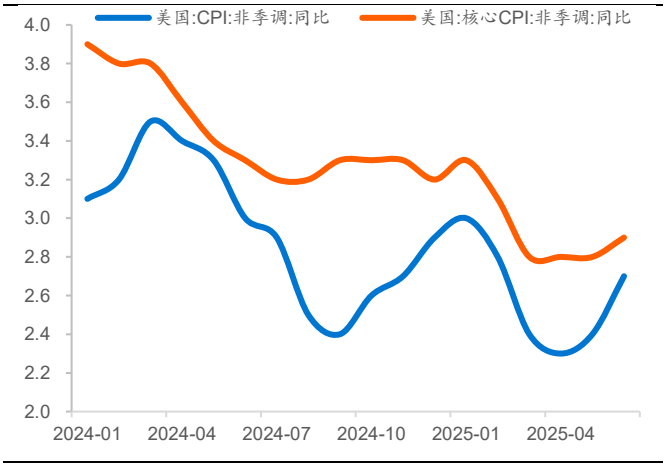
第二，关税效应逐步显现，核心商品价格预期抬升，但斜率预期相对温和。核心商品价格二季度表现温和，主要受商品价格表现分化、抢进口库存累积以及关税影响传递滞后的影响。6 月核心商品环比增速 0.4%，较前值大幅增长，同比增速 0.8%创下近两年新高，反映伴随商品库存消耗、关税影响向终端传递，价格抬升效应正在初步显现。考虑当前关税征收缓和、重点生产国产

[26] https://m.gmw.cn/2025-07/16/content_1304084253.htm
[27] https://news.cnr.cn/sq/20250706/t20250706_527247578.shtml

业链调配以及企业端进行成本吸收以维护市场竞争力，年内美国核心商品价格抬升趋势将相对温和，关税政策对于美国物价水平的整体性影响预计需要拉长时间线兑现；

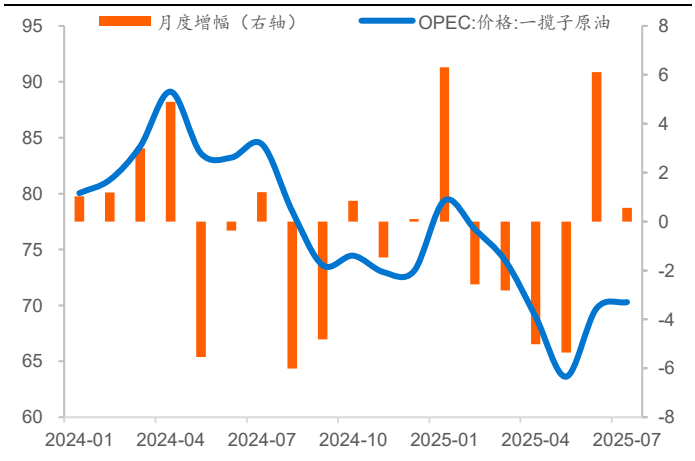
第三，房租价格预期低位震荡，劳动力缺口带动核心服务价格上行。6 月房租分项环比增速 0.2%，表现符合预期，年内表现预期维持低位震荡。主要拉动项来自以医疗、交运为代表的超级核心服务。特朗普的移民驱逐政策客观上制造了服务类职业供给缺口，6 月私人部门就业数据已显示美国劳动力供给已呈现下滑趋势，预期可为服务类通胀提供底部支撑，但机票、酒店等相关价格回落同时指向其国内居民端消费需求持续放缓，年内服务类价格提升空间预期有限。

图60 二季度美国通胀数据温和回升（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图61 六月国际油价触底反弹（美元/桶）



资料来源：Wind，联储证券研究院

表15 2025 年美国通胀数据拆分（%）

指标名称	同比增速						环比增速					
	6 月	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月	6 月	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月
CPI	2.6	2.2	2.1	2.2	2.7	3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7
食品	2.9	2.8	2.7	2.9	2.6	2.5	0.3	0.2	-0.1	0.5	0.2	0.6
能源	-1.3	-4.1	-4.4	-3.8	-0.5	0.8	1.3	0	1.7	0	1.1	1.9
核心 CPI	2.9	2.8	2.7	2.7	3.1	3.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.6
核心商品	0.8	0.4	0.2	-0.2	-0.2	0	0.4	0.1	0.2	0.2	0.5	0.5
服装	-0.1	-0.8	-1	0	0	0.6	-0.3	-0.8	-1.1	1	3.2	1
新车	0.3	0.5	0.3	0	-0.3	-0.4	-0.2	0	0.4	0.1	0	0.3
二手车	2.7	1.7	1.4	0.4	0.6	0.9	1.3	0.7	0.6	0.3	0	0.5
医疗用品	0	0.2	1	1.1	2.4	2.5	0	0.5	0.4	-1.1	0.1	1
核心服务	3.6	3.5	3.6	3.7	4.2	4.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6
住房	3.8	3.9	4	4	4.2	4.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
医疗服务	3.6	3.1	3.2	3.1	3	2.8	0.7	0.2	0.4	0.5	0.2	0.3
交通服务	4.1	3.9	3.5	4	6.9	8.6	-0.1	0.3	0.6	-0.5	0.2	1.7

资料来源：美国劳工统计局[28]，联储证券研究院

6 月美国非农就业数据表演亮眼。当月新增非农就业数据 14.7 万人[29]，高于预期 10.6 万人，较前值增长 0.8 万人。失业率 4.1%，环比回落 0.1 个百分点，预期值 4.3%。非农数据的亮眼的表现给了美联储更为充分的操作空间，数据公布后，市场基本放弃了对于 7 月降息的押注。

拆分美国就业市场结构，数据表征下，超预期的劳动力市场仍需关注部分潜在风险：

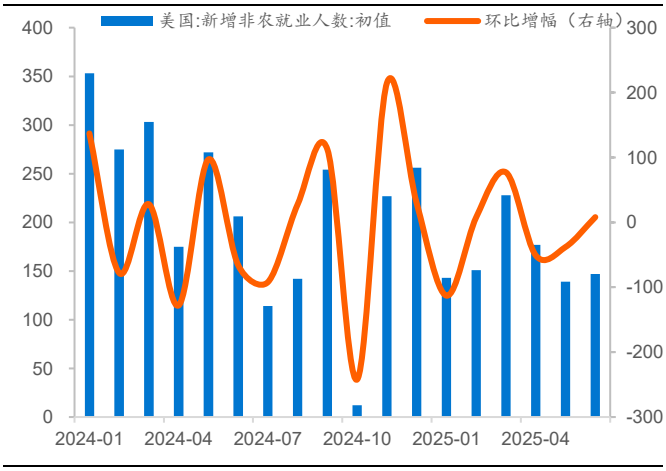
[28] https://www.bls.gov/cpi/tables/supplemental-files/
[29] https://m.gmw.cn/2025-07/04/content_1304074280.htm

第一，政府部门拉动效应明显，增量贡献持续性存疑。政府部门承担了 6 月美国就业市场的主要支撑，当月新增就业人数 7.3 万人，其中联邦政府依旧受特朗普政府裁员政策的影响，当月就业人数减量 0.7 万人，7 月 8 日，美国联邦法院撤销下级法院命令，允许政府推进削减联邦劳动力和解散联邦机构的命令，这场 DOGE 裁员风波预计下半年仍将持续。州和地方政府部门承担主要增量，当月贡献新增 8 万人，占据全部增量的半数以上，但主要增量岗位来自于教育领域（6.4 万人），或与学年周期相关，未来增量贡献持续性存疑；

第二，私人部门就业需求低迷。6 月私人部门就业需求超预期回落，当月新增就业人数 7.4 万人，低于市场预期值 10 万人，创下自 2024 年 10 月以来的新低。其低迷表现部分或因受到飓风等极端天气的影响，但更为重要的是在关税前景不明、移民政策反复的政策扰动下，多数企业对于招聘抱有更为谨慎的态度，导致私人部门劳动力市场需求不振；

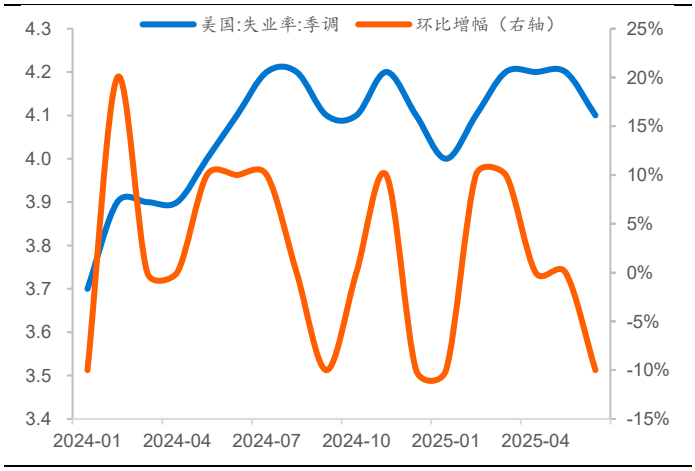
第三，制造业需求延续疲软，服务业就业需求大幅回落。4 月特朗普政府对等关税政策出台后，美国制造业市场就业需求持续负增，6 月延续低迷表现，当月减量 0.7 万人，全球贸易争端长期化背景下，下半年制造业就业市场预期持续渐进式降温。原本保持韧性的服务业市场就业需求超预期回落是私人部门低迷的主因，当月新增 6.8 万人，环比减量 7.3 万人。旺盛的消费需求是美国过去两年平稳增长的主要贡献，因此服务业市场更能反映美国就业市场的真实情况，当月新增就业人数超预期回落可能一定程度体现其国内居民消费能力和意愿放缓。

图62 6 月美国新增就业人数超预期（千人）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图63 失业率小幅下行（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

表16 美国就业市场结构拆分（千人）

指标名称	6月	5月	4月	3月	2月	1月
新增非农就业人数	147.00	139.00	177.00	228.00	151.00	143.00
私营部门	74.00	140.00	167.00	209.00	140.00	111.00
商品生产	6.00	-4.00	2.00	5.00	24.00	-11.00
采矿业	-2.00	-3.00	2.00	-1.00	4.00	-3.00
建筑业	15.00	6.00	0.00	5.00	12.00	-3.00
制造业	-7.00	-7.00	0.00	1.00	8.00	-5.00
服务生产	68.00	141.00	131.00	109.00	83.00	90.00
批发业	-6.60	3.70	1.30	-4.80	7.10	-4.30
零售业	2.40	-7.10	4.70	16.40	-3.80	35.70
运输仓储业	7.50	4.50	-7.60	-20.70	18.30	21.30
公用事业	0.60	2.80	-1.20	1.50	0.80	1.40
信息业	3.00	5.00	1.00	-2.00	0.00	-4.00
金融活动	3.00	10.00	5.00	3.00	15.00	14.00
专业和商业服务	-7.00	0.00	27.00	-11.00	15.00	-35.00
教育和保健服务	51.00	83.00	85.00	65.00	65.00	62.00
休闲和酒店业	20.00	29.00	18.00	45.00	-34.00	-14.00
其他服务业	-5.00	10.00	-3.00	17.00	0.00	13.00
政府部门	73.00	7.00	25.00	6.00	-5.00	32.00
联邦政府	-7.00	-25.00	-13.00	-11.00	-13.00	3.00
州政府	47.00	7.00	11.00	1.00	-10.00	12.00
地方政府	33.00	25.00	27.00	16.00	18.00	17.00

资料来源：Wind，联储证券研究院

综合通胀与就业数据表现，关税政策扰动效应逐步显现，通胀数据连续两月抬升，但整体风险尚属可控，年内预期温和上行；劳动力市场表现稳健，但内部结构性矛盾明显，政府部门就业火热难掩私人部门需求低迷，服务消费需求边际放缓，制造业就业延续疲软。**在此逻辑下，我们认为对于美联储货币政策方向已进入到关键决策节点。**近期美联储官员对于降息操作表态趋于已温和，美联储理事鲍曼、沃勒7月中先后发声，主张尽早降息；美联储主席鲍威尔在半年度货币政策报告证词中陈述时表示[30]，关税引发的通胀将是暂时性的，同时首次明确了提前降息路径：通胀没有预期那么强劲或劳动力市场走弱。**中性情况下，我们预期美联储将在9月份启动降息。**根据CME FedWatch公布降息节点数据显示，美联储7月份维持现有利率水平概率为95.3%，9月份降息25个基点概率为53.5%，年内兑现两次降息操作，降幅50个基点的可能性更高。

表17 美联储降息节点概率分布[31]

时间节点	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025年7月30日									4.70%	95.30%
2025年9月17日								2.60%	55.90%	41.40%
2025年10月29日							1.40%	31.10%	48.20%	19.30%
2025年12月10日						0.90%	21.30%	42.50%	28.90%	6.40%
2026年1月28日					0.40%	9.70%	30.40%	36.60%	19.20%	3.60%
2026年3月18日				0.20%	5.80%	21.70%	34%	26.50%	10.20%	1.50%
2026年4月29日			0.10%	2.10%	11.20%	25.90%	31.50%	20.90%	7.20%	1%
2026年6月17日			1.20%	7.10%	19.30%	29%	25.70%	13.40%	3.80%	0.50%
2026年7月29日		0.50%	3.30%	11.40%	22.70%	27.80%	21.40%	10%	2.60%	0.30%
2026年9月16日	0.20%	1.60%	6.50%	15.90%	24.70%	25.30%	16.90%	7.10%	1.70%	0.20%
2026年10月28日	0.50%	2.80%	8.90%	18.10%	24.80%	23.10%	14.40%	5.70%	1.30%	0.10%
2026年12月9日	0.50%	2.80%	8.90%	18.10%	24.80%	23.10%	14.40%	5.70%	1.30%	0.10%

资料来源：CME FedWatch[32]，联储证券研究院

在《金价的“诗和远方”：黄金ETF深度》一文中，我们根据当期美国宏观经济环境不同，将90年代至今美联储降息周期拆分为了8轮，并按照类型划分为预防式降息、衰退式降息、应急式降息三类。其中，应急式降息是美联储为了对冲突发性风险事件对

[30] https://www.chnfund.com/article/AR1299099a-c409-5d2f-9cf4-3a1ab4e91ee9
[31] 数据更新时间：2025年7月21日
[32] https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html

宏观经济的负面影响对货币政策进行的紧急性调整，通常持续时间较短、操作也较为激进（2008 年、2020 年）；衰退式降息出现于其国内经济数据全面转弱（GDP 增速持续性放缓、失业率大幅抬头），美联储进行补救式操作意在带动经济复苏，通常处在衰退周期中后期，持续时间较长、降息幅度大（1990 年、2001 年、2007 年）；预防式降息是美联储进行的前置性操作，意在避免经济陷入衰退，经济数据部分走弱，持续时间波动较大，操作也较为谨慎。

再次站在了新一轮降息周期即将开启的关键节点，我们回溯了过去八轮不同类型降息周期金价区间表现。**在流动性边际转宽的背景下，多数时段黄金价格跟随基准利率调整而走强。**90 年代后两次基准利率走低同时叠加金价下行的周期，均为美联储进行应急式降息操作，即 2008 年金融危机与 2020 年新冠疫情期间。主要原因在于全球性风险事件爆发，前期通常伴随着大类资产价格的普跌，如果将时间线适当拉长，由于黄金极强的避险属性，市场情绪得到一定释放后，金价通常会有较强的反弹行情。

本轮降息周期更接近于预防式降息，看好四季度黄金价格表现。综合当前美国经济数据表现，我们认为本轮美联储即将进行的货币政策调整周期更接近与预防式降息，预期降息节奏将相对温和、幅度有限、更注重对于即时经济数据的反馈。参考过去四轮同类型周期，在流动性边际宽松的刺激下，黄金价格均实现不同幅度的正向涨幅，但受制于降息幅度和持续市场，区间涨幅均落后于衰退式降息。按照前文我们对于降息节点的判断，若九月份降息预期能够兑现，我们看好四季度黄金价格表现。

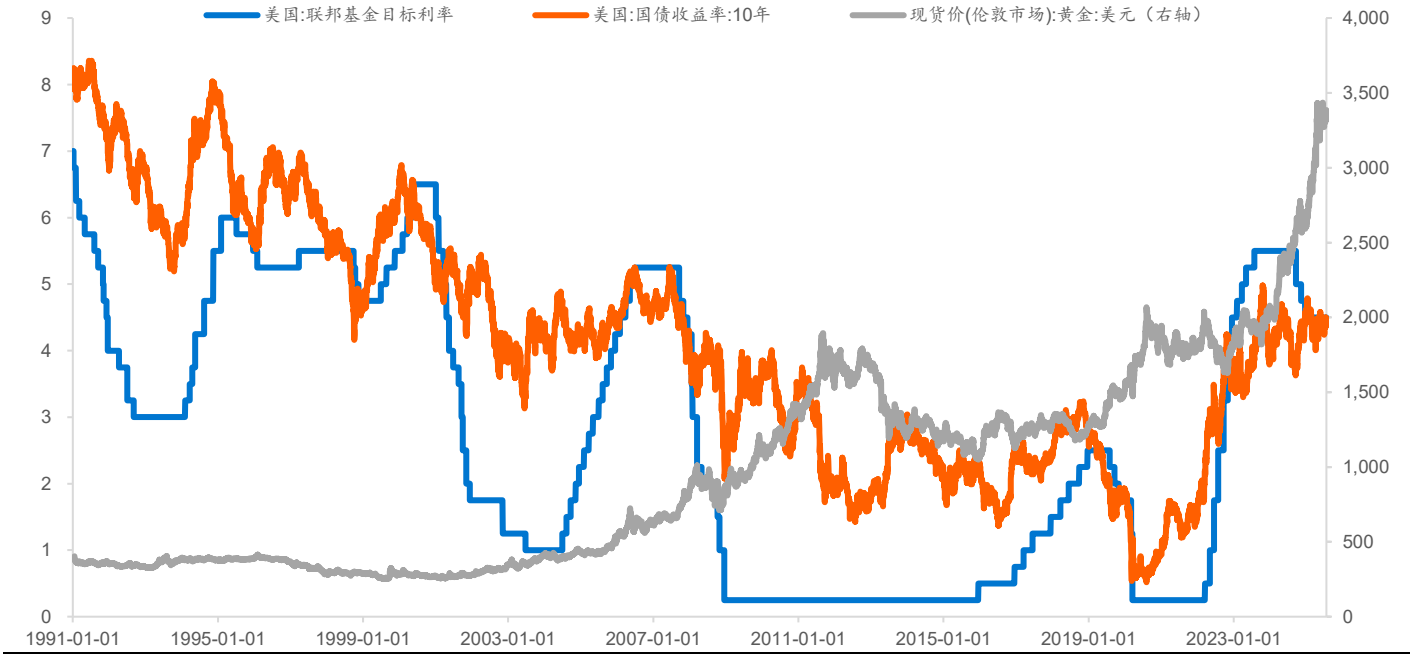
表18 九十年代至今美联储八轮降息周期黄金价格表现

轮次	起始时间	截止时间	时长	次数	起始利率	截止利率	降息幅度	类型	金价表现	涨跌幅
第一次	1995 年 7 月	1996 年 1 月	7 个月	3 次	6%	5.25%	75bp	预防式降息	涨	5.54%
第二次	1998 年 9 月	1998 年 11 月	2 个月	3 次	5.5%	4.75%	75bp	预防式降息	涨	0.53%
第三次	2001 年 1 月	2003 年 6 月	30 个月	13 次	6.5%	1%	550bp	衰退式降息	涨	31.38%
第四次	2007 年 9 月	2008 年 4 月	8 个月	7 次	5.25%	2%	325bp	衰退式降息	涨	21.14%
第五次	2008 年 10 月	2008 年 12 月	3 个月	2 次	2%	0.25%	175bp	应急式降息	跌	-4.39%
第六次	2019 年 8 月	2019 年 10 月	3 个月	3 次	2.5%	1.75%	75bp	预防式降息	涨	5.84%
第七次	2020 年 3 月	2020 年 3 月	1 个月	2 次	1.75%	0.25%	150bp	应急式降息	跌	-7.00%
第八次	2024 年 9 月	2024 年 12 月	3 个月	3 次	5.5%	4.5%	100bp	预防式降息	涨	1.60%

资料来源：Wind，联储证券研究院

金价拐点前置于美联储货币政策调整节点形成。在美联储进行货币政策调整前，市场通常会根据当期美国经济数据、美联储重要官员发言等信息，先于政策面形成对于降息预期，反映于黄金市场中，即金价拐点往往前置于降息节点，综合过去八轮周期表现，这种领先幅度通常为 2-3 个月。其中衰退式降息由于数据表现相对明晰，且美联储为稳定市场情绪，释放信号更为明确，因此领先周期通常更长且更稳定。预防式降息领先幅度波动较大，2000 年后周期明显缩短，通常为 1-2 个月。

图64 市场通常领先于美联储调整节奏形成降息预期（%、美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

表19 金价拐点同样前置于降息节点，但领先幅度存在差异（美元/盎司）

轮次	类型	起始时间	降息时间	领先周期	起始价格	终值价格	区间涨幅
第一轮	预防式降息	1995-03-02	1995-07-05	4 个月	374.75	390.45	4.19%
第二轮	预防式降息	1998-08-28	1998-09-28	1 个月	273.40	300.80	10.02%
第三轮	衰退式降息	2000-10-27	2001-01-30	3 个月	263.80	275.05	4.26%
第四轮	衰退式降息	2007-06-27	2007-09-17	2.5 个月	642.10	841.10	30.99%
第六轮	预防式降息	2019-05-21	2019-07-31	2 个月	1,271.15	1,506.05	18.48%
第八轮	预防式降息	2024-08-05	2024-09-19	1.5 个月	2393.85	2592.45	8.3%

资料来源：Wind，联储证券研究院

此外，美联储主席人选的潜在更迭同样将对资本市场产生重大影响。本届美联储主席鲍威尔任务将于 2026 年六月届满，而特朗普开启第二任期后，呈现出愈发明显的对于美联储货币政策的干预倾向，尤其在 4 月所谓“对等关税”政策出台后，频繁利用社交媒体及公开讲话施压鲍威尔尽早降息，缓解政府债务压力。由于美联储独立性的机制设计，美国历史上尚未出现总统直接罢免美联储主席的先例，预期特朗普更可能采取提前宣布新任美联储主席人选的方式，以实现降低鲍威尔个人影响的目的。现任美联储理事阿德里安娜·库格勒任期将于 2026 年 1 月 31 日届满，届时增补理事将为鲍威尔继任者的热门人选。

表20 特朗普开启第二任期后，就美联储货币政策方向频繁施压鲍威尔

阶段划分	时间节点	重要事件
第一阶段：政治分歧初现	1 月 20 日	特朗普宣誓开启第二任期，其经济团队迅速将货币政策列为优先议题。尽管尚未直接点名鲍威尔，但白宫官员私下向媒体透露，特朗普对美联储维持高利率的立场“感到困惑”，认为这与刺激经济增长的目标相悖
	3 月 19 日	特朗普首次公开施压，在社交媒体平台“真实社交”发文称：“美联储最好还是降息，因为美国关税影响开始逐渐渗透到经济中。”这是其第二任期内首次直接要求降息
	4 月 4 日	特朗普在“对等关税”政策宣布后两天，指责鲍威尔“总是行动迟缓”，称“现在是宣布降息的绝佳时机”，并暗示若不调整将影响其政治议程
第二阶段：舆论攻势升级	4 月 17 日	特朗普在社交媒体上猛烈抨击鲍威尔，称其“行动又迟又错”，并直言“鲍威尔越早走人越好”。这一言论引发市场对美联储独立性的担忧，美股当日小幅下跌
	5 月 29 日	特朗普与鲍威尔在白宫首次会晤，双方就关税、通胀和就业问题交换意见。白宫称特朗普“敦促降息”，而美联储声明强调鲍威尔“坚持独立决策”，显示分歧未弥合
	6 月 6 日-11 日	特朗普密集发文施压，先是称鲍威尔为“太迟先生”，要求降息 1 个百分点；随后以 CPI 数据“理想”为由，呼吁降息以节省债务利息支出。
	7 月 2 日	特朗普政府以美联储总部翻修项目超支（从 19 亿增至 25 亿美元）为由，指控鲍威尔“管理失职”，暗示这可能成为罢免其职务的“正当理由”
第三阶段：施压手段多元化	7 月 13 日	白宫经济顾问哈希特公开表示，若存在“正当理由”，特朗普有权解雇鲍威尔，并将翻修超支归咎于美联储
	7 月 15 日	《纽约时报》披露特朗普已起草解雇信，并启动新任主席遴选程序，候选人包括财长贝森特、国家经济委员会主任哈塞特等。特朗普当日否认，但市场恐慌情绪蔓延
	7 月 17 日	鲍威尔致信国会，否认翻修项目存在“豪华装修”，强调工程自 2017 年起接受严格审查，反击特朗普的指控

资料来源：公开资料整理，联储证券研究院

表21 现任美联储理事会成员

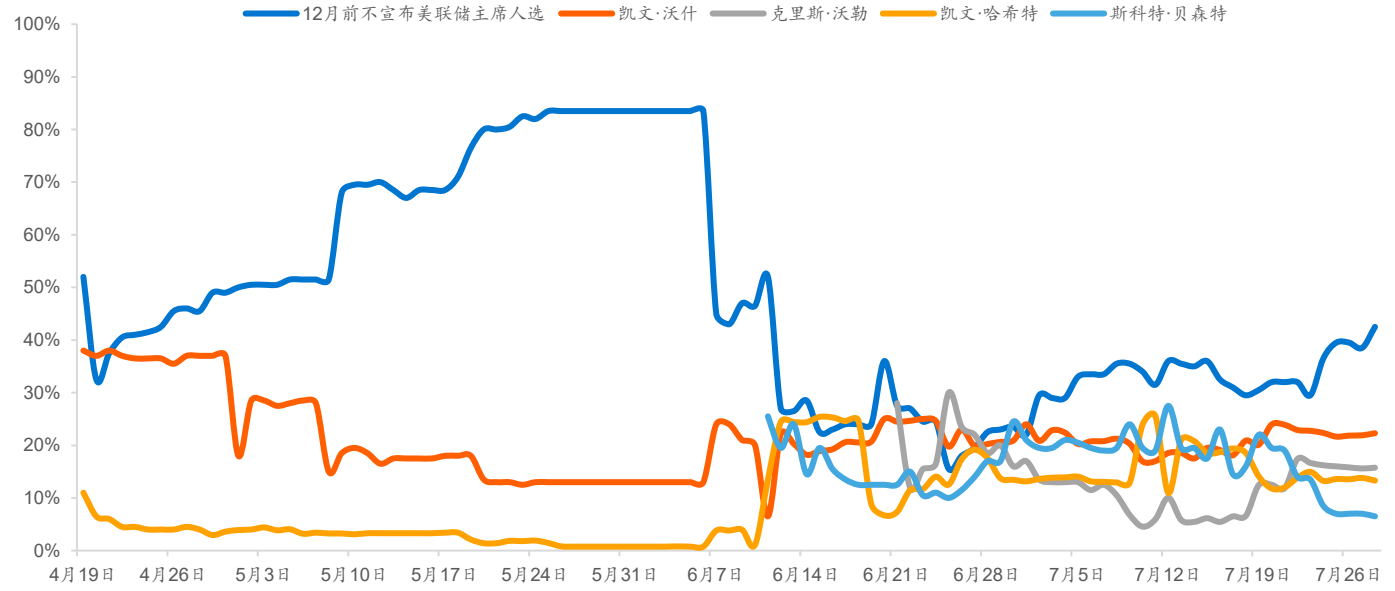
理事会成员	担任职位	党派	任期开启时间	任期截止时间
杰罗姆·鲍威尔	美联储主席	共和党	2014 年 6 月 16 日	2028 年 1 月 31 日
菲利普·杰斐逊	美联储副主席	民主党	2022 年 5 月 23 日	2036 年 1 月 31 日
米歇尔·鲍曼	美联储副主席	共和党	2020 年 1 月 30 日	2034 年 1 月 31 日
迈克尔·巴尔	美联储理事	民主党	2022 年 7 月 19 日	2032 年 1 月 31 日
丽莎·库克	美联储理事	民主党	2022 年 5 月 23 日	2038 年 1 月 31 日
阿德里安娜·库格勒	美联储理事	民主党	2023 年 9 月 13 日	2026 年 1 月 31 日
克里斯托弗·沃勒	美联储理事	共和党	2020 年 12 月 18 日	2030 年 1 月 31 日

资料来源：Federal Reserve Board，联储证券研究院

从目前的市场数据来看，凯文·沃什、克里斯托弗·沃勒、凯文·哈希特、斯科特·贝森特是下一任美联储主席的热门人选。其中沃什和贝森特是特朗普现任政府的核心成员，深度参与美国对内、对外经济政策的制定进程，两人的施政主张与特朗普高度重合，胜选后预期将推行更为激进的货币政策以迎合特朗普的降息需求。而沃什和沃勒则更加类似于传统华尔街精英代表，前后担任过美联储理事，多次强调美联储政策独立的重要性，胜选后货币政策制定预期将相对温和，是相对利好市场稳定和美联储主席人选。特朗普 6-7 月密集发声[33]，似乎将降息设置为美联储主席人选的前置条件，且提前宣布主席人选同时为对于该机构独立性的重大冲击。**当政治任命取代央行权威，对于资本市场的冲击或将引发市场广泛的避险需求，可作为四季度配置黄金的另一关键事件节点。**

[33] https://www.stcn.com/article/detail/1916693.html

图65 美联储主席候选人当选概率[34]



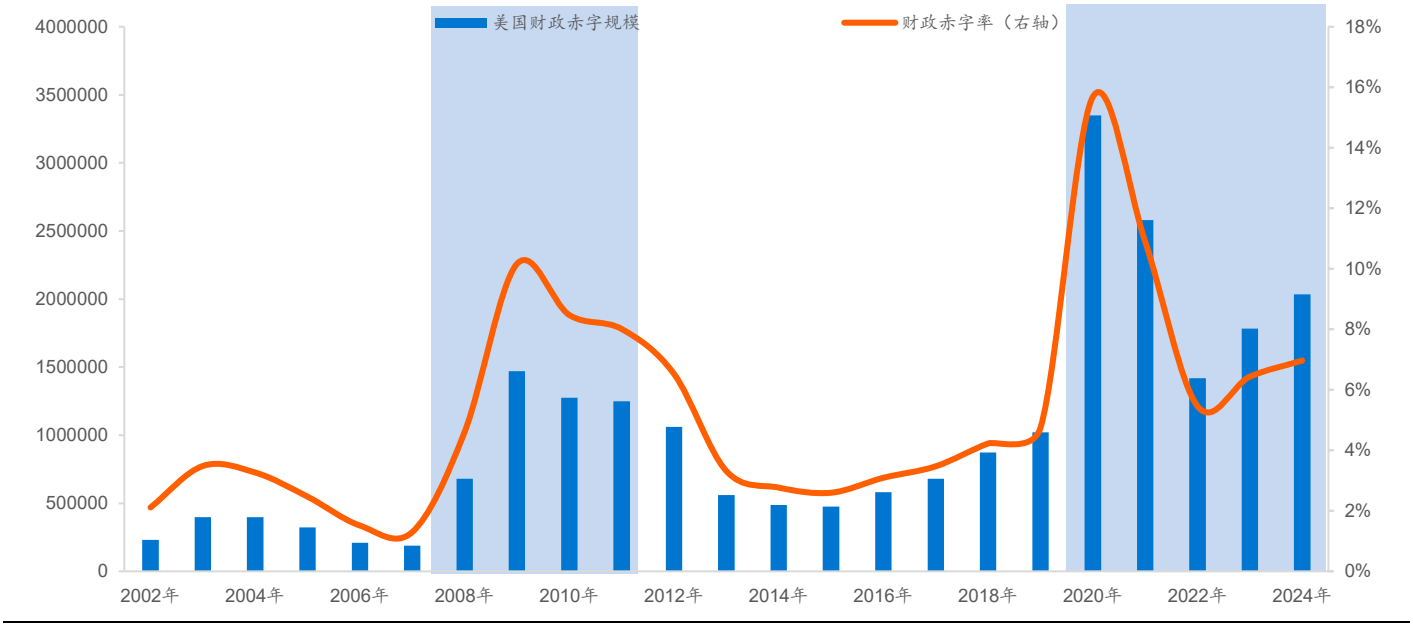
资料来源：Polymarket[35]，联储证券研究院

5.4 《大而美法案》加剧债务压力，接棒关税抬升金价长线中枢

2008 年后，美国的财政问题日益严峻，财政赤字与公共债务规模持续增长。克林顿政府是最近一轮美国联邦政府能够实现财政盈余的周期，2000 年后，美国政府持续出现财政赤字，债务规模增长速度远快于经济增速，财政缺口呈现逐年扩大趋势。期间 2008 金融危机和 2020 年新冠疫情的出现显著加速了这一进程。2008 年全球性金融危机爆发后，为了遏制金融市场风险系统性蔓延并刺激经济，美国财政赤字规模大幅扩张，2009 年，美国财政赤字规模 1.47 万亿美元，财政赤字率 10.16%，较 2007 年金融危机爆发前上行 8.86 个百分点。随后经历长达 5 年的回调周期，财政赤字率逐步稳定在 4%-5%区间水平，但 2020 年新冠疫情的爆发再度迫使美国政府重启财政刺激政策，拜登政府历史性的财政扩张托底了美国经济、稳定了就业市场，但同时带来了显著的负面效应，美国财政赤字规模来到了历史性的 3.35 万亿，财政赤字率上行大幅升至 15.68%，随后三年虽有所回落，但 2022 年俄乌冲突爆发后再次重回上行区间，2024 年美国财政赤字规模为 2.03 万亿，财政赤字率 6.97%，依旧处于历史高位水平。

[34] 概率数据更新日期：2025 年 7 月 28 日
[35] https://polymarket.com/event/who-will-trump-announce-as-next-fed-chair?tid=1753667992617

图66 2000 年之后，美国财政政策经历两轮积极扩张周期（百万美元、%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

2025 年特朗普上台后，迅速贯彻其施政理念，其中为了刺激美国经济增长，7 月 4 日[36]正式签署执行了所谓《大而美法案》，**该法案可视为特朗普第二任期对内政策的核心，主要内容涵盖以下五部分：**

第一，进一步抬高美国国家债务上限。将其规模扩张至 5 万亿美元；

第二，延长并新增个人减税条款。核心举措包括永久化《减税与就业法案》中的个税条款、取消消费和加班费联邦税征收、扩大儿童税收抵免等；

第三，延长并新增企业减税条款。核心举措包括永久化《减税与就业法案》中的核心条款、投资设备全额折旧、研发费用税收抵扣等；

第四，大幅增加国防与边境安全支出；

第五，削减新能源补贴、医疗与社会保障、教育福利额度。

[36] https://www.xinhuanet.com/20250705/7dc350ef6a4b4012ab4a83ef13c26e46/c.html

表22 大而美法案主要内容及对于美国国家赤字影响（亿美元）

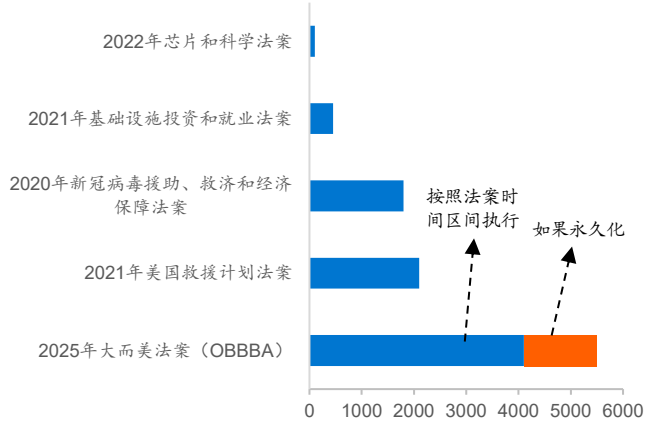
	涉及领域	具体举措	赤字扩张或增减规模	
			按照法案时间区间执行	永久化
赤字扩张领域	延长和扩大《减税与就业法案》个人税扣减	延长并扩大个人减税条款、扩大儿童税收抵免、延长和扩大遗产税削减范围等	-38860	-40600
	重启 TCJA 企业税扣减	投资一次性抵扣、研发支出扣减、利息扣除、延长并修改国际税率和征收规则等	-7720	-7720
	新增个人减税措施	小费免征、加班费免征、汽车贷款利息扣减、新增“特朗普账户”帮扶新生儿抚育等	-4180	-8330
	新增企业减税措施	更具永久性且快速的折旧机制、改革清洁燃料税收抵扣机制、提升先进制造业投资抵免等	-2850	-4920
	增加移民及边境管控支出	建墙、扩大 ICE 执法范围、增加海关和边境管理局支出等	-1760	-2930
	增加国防支出	增加空军、海军、海岸警卫队支出、增强核威慑力、扩大弹药采购规模等	-1730	-4570
	其他领域	设立乡村医疗基金等	-1730	-2770
	合计		-58830	-71840
赤字削减领域	削减医疗保健支出	收紧州政府申请联邦医疗资金门槛、引入更为严格的“工作要求”条款等	11020	11020
	大幅新能源补贴政策	废除电动汽车税收抵免、针对可再生能源实施针对性限制等	5400	5400
	教育系统改革	收紧助学金、削减学生贷款、对大学捐赠基金加税等	2950	2950
	削减农业补贴	限制《补充营养援助计划》福利规模增长等	2060	2060
	其他领域	抬高对个人和企业慈善捐赠税收抵扣门槛、征收汇款消费税等	3460	3460
	合计		24890	24890
	基础赤字影响		-33940	-46950
	利息支出		-7170	-8360
	总赤字影响		-41120	-55310

资料来源：Committee for a Responsible Federal Budge、CBO，联储证券研究院

短期视角来看，《大而美法案》的落地降低的美国经济政策的不确定性，积极的个人和企业税收优惠政策刺激了美国国内企业扩张积极性，提高盈利水平，小费和加班费免税可能会促使部分劳动力重返就业市场，个税减免政策将为其国内高收入家庭带来税收优惠。

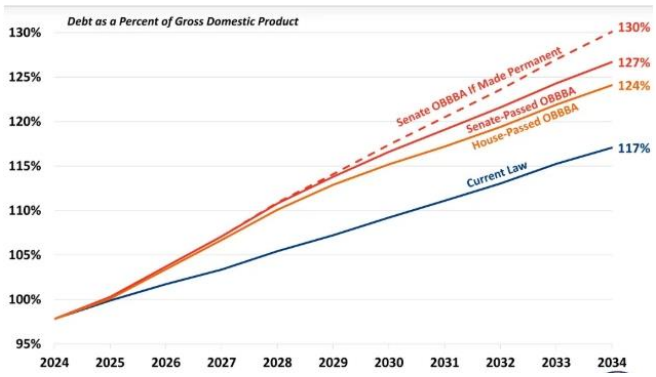
从中长期视角来看，财政扩张对于美国经济的刺激效应尚存不确定性，但无疑将进一步放大市场对于美国公共债务可持续性的担忧。根据美国预算责任委员会对于 CBO 公布的预算规模测算，《大而美法案》将会给美国新增赤字 4.11 万亿美元，如果将法案永久化，赤字规模将进一步上涨至 5.53 万亿美元。类比 2020 年后美国财政扩张周期所出台法案，《美国救援计划》新增赤字 2.1 万亿美元、《新冠病毒援助和经济保障法案》新增 1.8 万亿美元、《基建和就业法案》新增 0.45 万亿美元、《芯片和科学法案》新增 0.1 万亿美元，《大而美法案》近似为过去四年出台法案赤字新增规模总和。

图67 与过去数年中所颁布的法案相比，2025 年大而美法案将增加更多债务（十亿美元）



资料来源：Committee for a Responsible Federal Budget、CBO，联储证券研究院

图68 美国预算责任委员会对大而美法案对于美国债务规模的影响测算



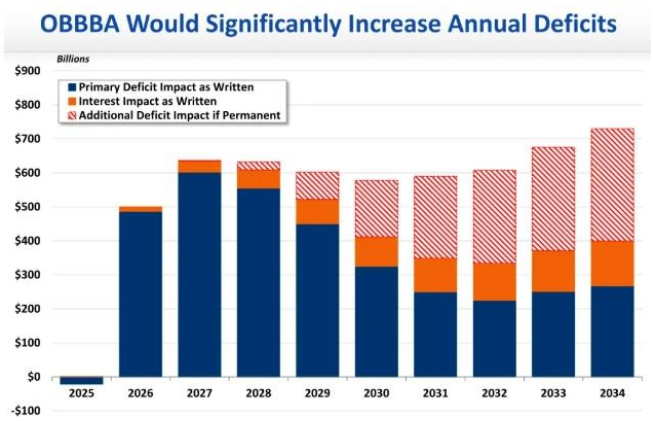
资料来源：Committee for a Responsible Federal Budget，联储证券研究院

为了解决该问题，白宫的解决方案有二，但最终实施效果存疑：

第一，赤字扩张节奏前高后低，以期经济增长覆盖公共债务增速。法案中多数条款带有时限附加项，使得对于年度赤字新增规模不一，从现有节奏看，2027-2028 年将是赤字新增高峰，后续政府才将面临减赤难题。但风险后移会加剧通胀压力、债务累计等长期性、结构性矛盾，最终是短期经济增速难以长期维继。参考拜登政府财政扩张周期，美国最终深陷通胀泥潭，迫使美联储重启加息周期，形成“债务-利率”的循环；

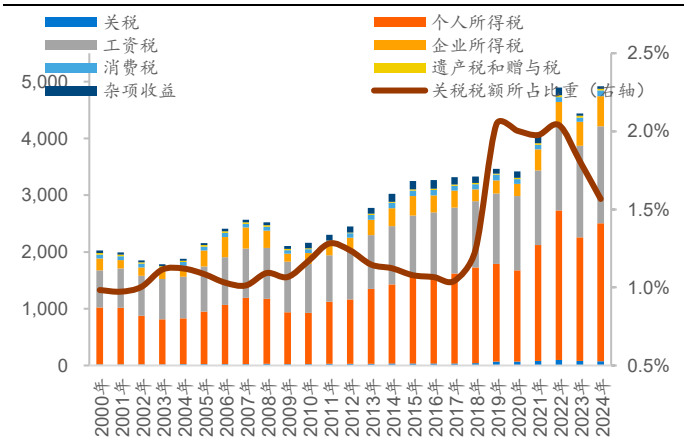
第二，抬高关税税率回补财政缺口。目前美国关税在美国财政收入中所占比重极为有限，抬高关税税率可显著增加美国财政收入，但根据美国税务基金委员会的测算结果[37]，假设现有关税税率得以延续，2025-2034 年可使美国财政收入增加约 1.7 万亿美元，仅可对冲半数左右财政缺口，同时由于贸易自由度下滑、贸易伙伴的潜在反制，可能附加抵消减税带来的大部分正向经济效益。

图69 《大而美法案》对于年度赤字规模的影响（十亿美元）



资料来源：Committee for a Responsible Federal Budget，联储证券研究院

图70 关税目前在美国财政收入中所占比重极为有限（十亿美元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

[37] https://taxfoundation.org/blog/trump-tariffs-tax-cuts/

表23 大而美法案及特朗普关税对于美国经济和财政状况影响测算（十亿美元）

影响指标	大而美法案	现有关税法案	预期互惠关税及铜铝关税	关税影响合计
国内生产总值	**1.20%**	-0.50%	-0.30%	**-0.80%**
全职工作时间量	**938000**	-478000	-310000	**-788000**
2025-2034 年财政收入（常规）	**-3973**	+2065.8	+400.6	**+2466.4**
2025-2034 年财政收入（动态）	**-3036.1**	+1679.5	+12.6	**+1691.9**

资料来源：TAX Foundation，联储证券研究院

《大而美法案》进一步加剧美国原本沉重的债务负担，对于黄金市场有望接力关税，为金价的长线趋势上行带来三方面的潜在机遇：

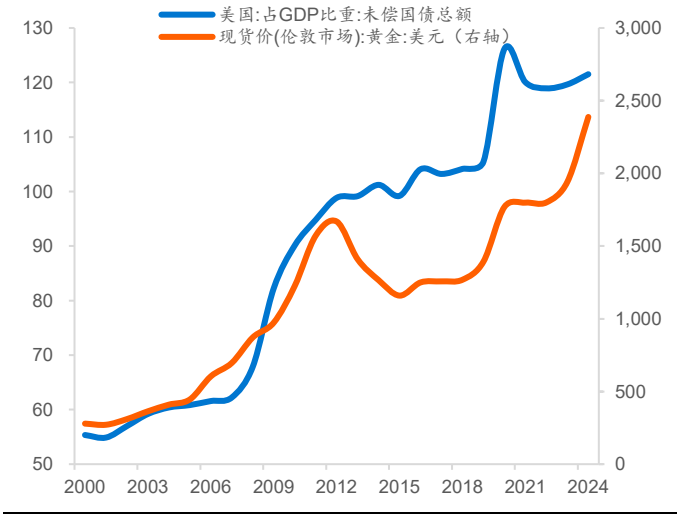
第一，美债信用受损，黄金预期承接部分美债减配所带来的增量避险需求。美国国债是目前全球流动性最强、交易规模最大的金融资产之一，市场普遍将其视为安全稳定的避险资产。近几年美国公共债务规模持续增长，债务上限频繁上移，《大而美法案》更将债务上限抬升至历史级别，无疑将导致市场对于美债安全性产生质疑。同为避险资产的重要选项，黄金可承接部分美债减配所带来的避险需求，外在表现为金价与美国未偿国债规模占 GDP 比重保持极强的正相关性；

第二，财政赤字高企带动美国通胀风险加剧，刺激金价上行。大规模的向居民和企业部门减税补贴，在刺激经济的同时也可能对通胀产生明显的拉动作用，而由于黄金的抗通胀及避险属性，财政赤字率的居高不下所带来的通胀粘性以及对于债务风险的担忧，导致其价格与美国赤字率保持着较强的正相关性，美国国家财政赤字占 GDP 比例快速抬升阶段往往伴随着金价牛市的产生；

第三，金融风险上升，黄金在不确定性较高的环境下，将获得更多的上行动力。金融系统稳定性与国家主权债务控制能力存在紧密联系，美国公共债务规模大幅上行无疑将进一步暴露其金融系统风险。2025 年 5 月 16 日[38]，穆迪公司宣布由于美国政府债务及利息支出增加，该机构已决定将美国主权信用评级由 Aaa 下调至 Aa1，至此，三大评级机构已经均对美国下调最高信用评级，此前标准普尔和惠誉已经于 2011 年和 2023 年下调美国主权信用评级。当金融系统不确定性上行时，部分资金出于安全考虑，会从风险偏高的资产流出，进入避险资产，黄金价格将获得更多上行动力。

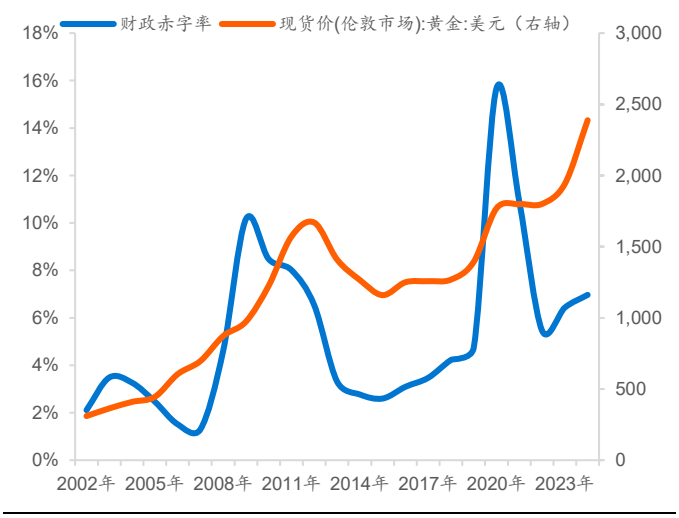
[38] https://news.cnr.cn/native/gd/20250519/t20250519_527175567.shtml

图71 黄金价格与美国未偿国债规模占 GDP 比重强相关（%、美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图72 美国赤字率提高助推黄金价格上行（美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

6. 估值与投资建议

6.1 盈利预测

基本假设：

1) 黄金产量：五龙金矿稳定生产，吉隆金矿重点工程投产，华泰金矿复产工作持续推进，境外矿山承担起扩产增量的主要角色，我们预计 2025-2027 年公司矿产金产量分别为：16.02 吨、17.88 吨、18.79 吨；

2) 黄金价格：关税政策及地缘政治因素边际缓和，避险情绪退潮，金价预期经济短线调整，但下行空间预计有限。年内上行主要动力将来自于美联储货币政策转向所带来的流动性边际宽松预期，黄金价格中枢预期相较 2024 年显著抬升。而特朗普《大而美法案》的出台进一步加剧美国原本沉重的债务压力，国家赤字率的抬升预计为金价长线上涨提供足够支撑；

3) 成本假设：降本增效工作持续推进，国内矿山保持成本优势，塞班金矿难选矿石技术攻关按计划落地，带动境外矿山开采成本下行。

盈利预测：

我们预计 2025-2027 年公司营收规模分别为 122.05 亿元、141.04 亿元、152.79 亿元；净利润分别为 36.92 亿元、43.11 亿元、48.86 亿元；归母净利润分别为 32.8 亿元、38.3 亿元、43.41 亿元。

表24 赤峰黄金主营业务盈利预测（百万元）

主营业务	指标	2022 年 A	2023 年 A	2024 年 A	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
黄金	营业收入	5304.73	6322.26	7978.46	11157.37	13023.01	14220.70
	营业成本	3838.69	4065.65	4231.83	4815.73	5629.30	5910.59
	毛利率	27.64%	35.69%	46.96%	56.84%	56.77%	58.44%
白银	营业收入	17.39	3.11	8.42	9.79	10.04	10.04
	营业成本	5.08	1.74	4.13	4.39	5.02	4.81
	毛利率	70.78%	43.87%	50.94%	55.19%	50.00%	52.05%
电解铜	营业收入	393.34	381.57	407.33	438.67	457.36	456.11
	营业成本	258.88	358.56	364.46	373.69	370.61	369.60
	毛利率	34.18%	6.03%	10.53%	14.81%	18.97%	18.97%
铜精粉	营业收入	21.76	15.96	20.36	19.97	21.70	21.63
	营业成本	8.51	7.04	7.66	8.05	8.83	8.55
	毛利率	60.87%	55.90%	62.35%	59.71%	59.32%	60.46%
铅精粉	营业收入	39.73	29.74	57.42	56.30	57.73	58.77
	营业成本	12.23	12.14	21.01	20.31	21.84	21.64
	毛利率	69.21%	59.19%	63.40%	63.93%	62.17%	63.17%
锌精粉	营业收入	174.30	65.37	122.19	121.09	127.20	128.65
	营业成本	80.85	51.51	79.60	80.74	84.82	85.79
	毛利率	53.62%	21.21%	34.86%	33.32%	33.32%	33.32%
钼精粉	营业收入	3.68	--	123.29	81.38	81.38	81.38
	营业成本	4.84	--	87.60	57.78	57.78	57.78
	毛利率	-31.52%	--	28.95%	29.00%	29.00%	29.00%
其他	营业收入	305.47	398.34	258.30	320.70	325.78	301.60
	营业成本	261.37	371.02	231.66	288.02	296.90	272.19
	毛利率	14.44%	6.86%	10.31%	10.19%	8.87%	9.75%

资料来源：赤峰黄金公司公告，联储证券研究院

6.2 估值分析

公司主营为黄金的采选及销售业务，主要产品为黄金、白银、电解铜等贵金属、有色金属品种，根据业务相关性，我们选取山金国际、四川黄金、中金黄金、山东黄金、西部黄金作为可比公司。**我们预计 2025 年-2027 年赤峰黄金归母净利润分别为 32.8 亿元、38.3 亿元、43.41 亿元，当前公司市值对应 PE 分别为 13.76、11.78、10.4 倍，参考可比公司，结合公司未来发展前景，我们对其进行首次覆盖，同时给予公司买入评级。**

表25 赤峰黄金可比公司估值对比[39]（元、亿元）

代码	名称	收盘价	市值	每股收益（EPS）				市盈率（PE）			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600988.SH	赤峰黄金	23.75	441.09	1.06	1.73	2.02	2.28	14.72	13.76	11.78	10.4
	均值			0.61	0.97	1.20	1.47	28.56	24.12	18.61	14.73
000975.SZ	山金国际	18.81	511.47	0.78	1.15	1.39	1.75	19.64	16.00	13.21	10.55
001337.SZ	四川黄金	23.88	99.67	0.59	0.90	1.03	--	35.33	26.33	22.97	--
600489.SH	中金黄金	14.92	717.89	0.70	0.97	1.15	1.30	17.22	15.21	12.89	11.38
600547.SH	山东黄金	30.65	1297.13	0.66	1.32	1.64	1.88	34.30	22.87	18.45	16.05
601069.SH	西部黄金	19.82	179.28	0.32	0.49	0.77	0.94	36.29	40.20	25.54	20.94

资料来源：Wind，联储证券研究院

7. 风险提示

重点工程进程不及预期、金价超预期调整等。

[39] 公司收盘价与市值数据更新时间：2025 年 7 月 25 日，可比公司估值数据采用 Wind 一致预期

财务报表分析和预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**4,895**	**6,404**	**9,590**	**13,314**	**17,434**
货币资金	1,662	2,747	5,448	8,535	12,384
应收及预付	597	864	970	1,120	1,204
存货	2,407	2,540	2,831	3,245	3,373
其他流动资产	229	253	341	414	473
非流动资产	**13,822**	**13,924**	**14,366**	**14,688**	**14,848**
长期股权投资	373	4	5	7	8
固定资产	5,822	6,400	6,819	7,080	7,183
在建工程	592	678	678	678	678
无形资产	6,525	6,319	6,378	6,434	6,487
其他长期资产	509	524	486	490	492
资产总计	**18,718**	**20,329**	**23,956**	**28,002**	**32,282**
流动负债	**3,722**	**4,051**	**4,027**	**4,223**	**4,265**
短期借款	850	1,108	508	258	108
应付及预收	552	685	760	871	906
其他流动负债	2,320	2,258	2,759	3,094	3,251
非流动负债	**6,453**	**5,554**	**6,046**	**6,246**	**6,346**
长期借款	1,422	600	1,100	1,300	1,400
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5,031	4,955	4,946	4,946	4,946
负债合计	**10,176**	**9,605**	**10,073**	**10,468**	**10,610**
股本	1,664	1,664	1,900	1,900	1,900
资本公积	928	627	421	421	421
留存收益	4,015	5,697	8,422	11,592	15,185
归属母公司股东权益	6,152	7,917	10,665	13,834	17,427
少数股东权益	2,390	2,806	3,218	3,699	4,245
负债和股东权益	**18,718**	**20,329**	**23,956**	**28,002**	**32,282**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**2,203**	**3,268**	**4,811**	**5,337**	**6,231**
净利润	871	1,986	3,692	4,311	4,886
折旧摊销	1,500	1,277	1,251	1,414	1,577
营运资金变动	-283	-46	-74	-293	-114
其它	115	52	-58	-94	-118
投资活动现金流	**-1,771**	**-958**	**-1,578**	**-1,623**	**-1,609**
资本支出	-1,722	-1,520	-1,739	-1,740	-1,740
投资变动	-18	375	-7	-6	-3
其他	-31	186	168	123	134
筹资活动现金流	**-228**	**-1,097**	**-542**	**-628**	**-773**
银行借款	270	-564	-100	-50	-50
股权融资	0	167	30	0	0
其他	-498	-700	-473	-578	-723
现金净增加额	**222**	**1,242**	**2,701**	**3,087**	**3,849**
期初现金余额	**1,053**	**1,275**	**2,517**	**5,217**	**8,304**
期末现金余额	**1,275**	**2,517**	**5,217**	**8,304**	**12,153**

利润表 单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**7,221**	**9,026**	**12,205**	**14,104**	**15,279**
营业成本	4,869	5,069	5,649	6,475	6,731
营业税金及附加	389	473	617	737	791
销售费用	1	0	1	1	1
管理费用	461	492	666	769	833
研发费用	52	64	87	100	108
财务费用	193	155	52	25	12
资产减值损失	-4	-5	0	0	0
公允价值变动收益	-71	-26	0	0	0
投资净收益	14	79	107	123	134
营业利润	**1,208**	**2,824**	**5,245**	**6,124**	**6,941**
营业外收支	-2	-5	-3	-4	-4
利润总额	**1,206**	**2,819**	**5,241**	**6,120**	**6,937**
所得税	335	833	1,549	1,809	2,051
净利润	**871**	**1,986**	**3,692**	**4,311**	**4,886**
少数股东损益	67	222	412	481	545
归属母公司净利润	**804**	**1,764**	**3,280**	**3,830**	**4,341**
EBITDA	2,961	4,204	6,544	7,559	8,526
EPS（元）	0.42	0.93	1.73	2.02	2.28

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	15.2%	25.0%	35.2%	15.6%	8.3%
营业利润增长	41.7%	133.8%	85.7%	16.8%	13.3%
归母净利润增长	78.2%	119.5%	85.9%	16.8%	13.4%
获利能力					
毛利率	32.6%	43.8%	53.7%	54.1%	55.9%
净利率	11.1%	19.5%	26.9%	27.2%	28.4%
ROE	13.1%	22.3%	30.8%	27.7%	24.9%
ROIC	9.3%	15.8%	23.3%	22.1%	20.7%
偿债能力					
资产负债率	54.4%	47.3%	42.0%	37.4%	32.9%
净负债比率	13.6%	-4.3%	-24.0%	-36.9%	-47.8%
流动比率	1.32	1.58	2.38	3.15	4.09
速动比率	0.62	0.85	1.59	2.28	3.18
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.46	0.55	0.54	0.51
应收账款周转率	16.37	16.40	17.68	16.50	16.00
存货周转率	2.13	2.05	2.10	2.13	2.03
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.93	1.73	2.02	2.28
每股经营现金流	1.16	1.72	2.53	2.81	3.28
每股净资产	3.24	4.17	5.61	7.28	9.17
估值比率					
P/E	56.14	25.58	13.76	11.79	10.40
P/B	7.34	5.70	4.23	3.26	2.59
EV/EBITDA	8.26	6.07	6.39	5.12	4.08

资料来源：Wind，联储证券研究院
备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 07 月 25 日

免责声明

联储证券股份有限公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F

邮编：266100

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层

邮编：100029

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层

邮编：200135

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F

邮编：518000