

赤峰黄金（600988.SH）：公司改扩建项目多线推进，矿金产能或持续增长

2025 年 8 月 25 日

推荐/维持

赤峰黄金

公司报告

事件：公司发布 2025 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 52.72 亿元，同比增长 25.64%；实现归母净利润 11.07 亿元，同比增长 55.79%；基本每股收益+46.51%至 0.63 元/股。公司选矿能力持续提升、改扩建项目稳步推进，以黄金为主的多金属产量均维持增长，叠加公司生产效率的优化与黄金价格的中枢上行，公司业绩处于快速增长周期。

加强矿山勘探增储，资源潜力持续提升。公司在海内外持续加大矿山勘探与开发投入，不断增厚资源储量及提升增储潜力。国内方面，公司全面加大矿山勘探工作，吉隆、五龙、华泰三大金矿合计完成坑探工程 23995.2 米，钻探钻孔 121 个，累计进尺 42061.36 米；瀚丰多金属矿完成坑探工程 4137 米，钻探钻孔 100 个，累计进尺 15332.18 米。海外方面，万象矿业 SND 项目首次发现大规模斑岩型金铜矿体，初步探明资源量为 1.315 亿吨，含金金属量 70.7 吨（品位 0.54 克/吨，回收率 88%），铜金属量 33.2 万吨（品位 0.25%，回收率 88.5%），推动万象金资源量较 24 年底+146%，铜资源量较 24 年底+380%；金星瓦萨年度预计深部钻探量超额完成（累计地采钻探 3.3 万米，露采品位控制钻探 3.5 万米，全矿施工钻探工程 11.9 万米），Benso 区域新增 4 个采坑，F-Shoot 区域开拓工程即将完成，矿石储量具有较大开发潜力。

瓦萨矿石入选品位下降叠加雨季提前导致矿金产量下滑，瀚丰矿业投产推动多金属产量增长。由于雨季提前叠加海外金星瓦萨金矿矿石入选品位降低，公司矿产金产量略有下滑。报告期内，公司生产矿产金 6754.34 千克（同比-10.56%），销售 6764.89 千克（同比-10.92%），产销率为 100%。据 2025 年半年度报告，公司 2025 年度矿产金产量目标由 24 年年报公布的 16.7 吨下调至 16 吨（-4.2%）。从多金属产出观察，电解铜/铜精粉/铅精粉/锌精粉/钼精粉/稀土产品产量分别为 2798.45 吨/1187.64 吨/1847.70 吨/11419.44 吨/344.93 吨/447.88 吨，同比分别变化+4.65%/+39.76%/+24.82%/+90.93%/+7.70%/不适用，瀚丰矿业立山矿区下部采区建设完成推动公司多金属产量增长。

改扩建项目多线推进，矿金产能或持续增长。公司海内外七座矿山均有新增改扩建项目顺利推进中：1）吉隆矿业新增 6 万吨/年地下开采项目（包括阳坡西在内的一二采区，已完成初步设计与安全设施设计修订稿报审）和新建 6 万吨/年地下开采项目（五、六矿段，获核准批复，林草地手续进入市/自治区终审流程），新建尾矿库已进入二期防渗膜铺设阶段；2）五龙矿业 3000 吨/日生产线已实现正式投产，上半年采矿量达 40.52 万吨（24 年年开采能力仅为 10 万吨）；3）华泰矿业一采区 3 万吨/年产能建设项目的申报材料正在准备中，五采区基建工程进展顺利；4）锦泰矿业二期项目已取得采矿许可证，配套 78 万吨/年建设项目申报材料正在准备中；5）瀚丰矿业 66KV 变电站及输电线路建设项目与东风选矿厂 1200 吨/日改扩建项目已完成立项审批，立山尾矿库扩容项目已初步形成可研方案，立山与东风矿区充填系统及配套工程已确定总承包商；6）万象矿业卡农铜矿露天采矿工程启动建设，浮选柱技改完成带动后续自动化处理系统持续升级，尾矿储存设施二期扩建项目预计年内完成并投入使用。

公司简介：

公司主营业务为黄金、有色金属采选及资源综合利用业务，主要通过下属子公司开展，贯彻“以金为主”的发展战略。子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙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；位于老挝的万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼；位于加纳的金星瓦萨主要从事金矿开采业务。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无。

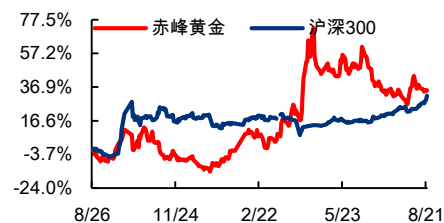
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	31.3-15.61
总市值（亿元）	462.18
流通市值（亿元）	404.66
总股本/流通 A 股（万股）	190,041/166,391
流通 B 股/H 股（万股）	-/23,650
52 周日均换手率	4.44

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

研究助理：闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

用; 7) 金星资源 DMH 露天矿配矿效率、矿石供给量有望进一步提升, FB 及 ADK 矿区将适时启动露天转地下扩产项目。根据公司扩产规划, 我们预计 2025-2027 年公司矿产金权益产量或分别达到 17.01 吨、19.52 吨及 20.89 吨, 2024-2027 年期间 CAGR 或为 11.3%。

公司克金成本上升, 年内或有优化空间。公司综合/矿产金/电解铜/铜精粉/铅精粉/锌精粉/钼精粉/稀土产品毛利率分别由 24H1 的 39.50%/ 42.38%/ 10.23%/ 36.98%/ 58.13%/ 18.12%/ 15.60%/ 不适用变动至 25H1 的 48.10%/ 54.52%/ -60.96%/ 74.90%/ 54.21%/ 27.22%/ 32.30%/ -16.31%。受电解铜冶炼费用下降影响, 公司报告期内电解铜业务呈现亏损, 但综合毛利率由于多金属价格上行而持续优化。公司矿产金销售成本及全维持成本分别同比上升+11.8%及+34.28%至 319.06 元/克及 355.41 元/克。其中, 国内矿山克金销售成本同比增长 6.49%至 179.92 元/克, 万象矿业克金销售成本同比下降-3.84%至 1432.58 美元/盎司, 金星瓦萨克金销售成本同比上升+31.90%至 1702.61 美元/盎司。金星瓦萨成本变化较大, 主要受以下三方面影响: 1) 可持续发展税率自 25 年 4 月起由 1%增至 3%, 叠加金价上涨带动主营业务收入增加, 公司资源税及可持续发展税同比增加; 2) 生产性钻探、掘进及采矿等前期投入运营成本增加; 3) 矿石入选品位降低, 雨季提前导致产销量同比下降。考虑到前期投入大部分完成, 金星瓦萨下半年运营成本或将下降, 叠加雨季结束产销量提升, 瓦萨矿克金成本下半年或有优化空间并推动公司整体克金成本改善。

港股上市叠加金价上行改善公司现金流。公司现金流明显改善: 受金价上行影响, 公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 12.39%至 16.13 亿元; 由于上期处置股权投资收回投资款约 4.53 亿元而本期无此影响, 且本期矿山开支同比增加, 投资活动产生的现金流量净额同比减少-177.46%至-8.65 亿元; 受公司港股上市筹资及净债务同比大幅减少影响, 筹资活动产生的现金流量净额由去年同期的-2.24 亿元升至 18.46 亿元。受益于港股募集资金及公司经营额提升, 公司自有资金增加推动流动比率和速动比率同比分别提升 8.77%及 2.48 和 1.65, 公司资产流动性提升且运营状况改善。公司成本控制能力整体加强, 现金流改善推动公司利息支出下降且利息收入增加, 因此公司财务费用同比下降-51.19%至 0.37 亿元。另一方面, 集团人工费、股份支付费用同比增加导致公司管理费用同比上升+17.12%至 2.55 亿元。此外, 由于公司资产规模增加叠加债务规模下降, 公司资产负债率由去年同期的 47.25%下降至 37.19%。

公司成长性将受益于金价趋势性提升和产能扩张。从行业观察, 我们认为黄金价格有望受益于避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵而稳步提升。考虑到公司改扩建顺利推进下的产能扩张 (矿金产量预计由 24 年 15.16 吨增至 27 年 20.89 吨)、资源优势 (国内高品位黄金矿床) 与增储弹性 (探矿增储预期), 公司将受益于黄金定价中枢的趋势性抬升, 业绩处于快速增长周期。

盈利预测与投资评级:我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 121.09 亿元、142.10 亿元、160.49 亿元; 归母净利润分别为 27.91 亿元、34.66 亿元和 40.33 亿元; EPS 分别为 1.47 元、1.82 元和 2.12 元, 对应 PE 分别为 16.56x、13.34x 和 11.46x, 维持“推荐”评级。

风险提示:金属价格下滑及矿石品位下降, 项目投建进度不及预期, 矿山实际开工率受政策影响下滑风险, 资源国政治风险及汇率风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万 元)	7,220.95	9,025.82	12,108.55	14,210.28	16,048.97
增长率 (%)	15.23%	24.99%	34.15%	17.36%	12.94%
归母净利润 (百万 元)	803.93	1,764.34	2,790.92	3,465.88	4,033.40
增长率 (%)	78.21%	119.46%	58.18%	24.18%	16.37%
净资产收益率 (%)	13.07%	22.29%	26.45%	25.74%	23.94%
每股收益(元)	0.49	1.07	1.47	1.82	2.12
PE	44.16	20.22	16.56	13.34	11.46
PB	5.85	4.55	4.38	3.43	2.74

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	4895	6404	8153	11373	15967	营业收入	7221	9026	12109	14210	16049
货币资金	1662	2747	3237	5552	9337	营业成本	4869	5069	6633	7583	8401
应收账款	513	587	824	946	1080	营业税金及附加	389	473	643	750	669
其他应收款	96	96	129	151	171	营业费用	1	0	1	1	53
预付款项	84	276	392	602	791	管理费用	461	492	717	808	1146
存货	2407	2540	3301	3788	4189	财务费用	193	155	201	203	184
其他流动资产	103	141	265	329	394	资产减值损失	-3.52	-4.90	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	13822	13924	12815	11791	10801	公允价值变动收益	-71.34	-26.35	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	373	4	0	0	0	投资净收益	13.50	78.89	0.00	0.00	0.00
固定资产	5822	6400	6249	5931	5533	营业利润	1208	2824	3914	4865	5596
无形资产	6525	6319	5687	5118	4607	营业外收入	1.15	1.04	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	209	207	208	207	207	营业外支出	2.97	5.94	0.00	0.00	0.00
资产总计	18718	20329	20968	23164	26768	利润总额	1206	2819	3914	4865	5596
流动负债合计	3722	4051	2754	1850	1921	所得税	335	833	978	1216	1399
短期借款	850	1108	1369	0	0	净利润	871	1986	2935	3649	4197
应付账款	552	685	813	929	1030	少数股东损益	67	222	144	183	164
预收款项	0	0	12	26	42	归属母公司净利润	804	1764	2791	3466	4033
一年内到期的非流动负债	342	398	62	62	62	EBITDA	2282	3937	5196	6105	6764
非流动负债合计	6453	5554	4713	4713	4704	BPS (元)	0.49	1.07	1.47	1.82	2.12
长期借款	1422	600	600	600	600	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	10176	9605	7466	6563	6625	成长能力					
少数股东权益	2390	2806	2951	3134	3297	营业收入增长	15.23%	24.99%	34.15%	17.36%	12.94%
实收资本 (或股本)	1664	1664	1900	1900	1900	营业利润增长	41.75%	133.79%	38.57%	24.31%	15.02%
资本公积	928	627	627	627	627	归属于母公司净利润增长	78.21%	119.46%	58.18%	24.18%	16.37%
未分配利润	3811	5427	7187	9486	12095	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6152	7917	10551	13467	16845	毛利率 (%)	32.58%	43.84%	45.22%	46.64%	47.66%
负债和所有者权益	18718	20329	20968	23164	26768	净利率 (%)	12.06%	22.00%	24.24%	25.68%	26.15%
现金流量表						总资产净利润 (%)	4.30%	8.68%	13.31%	14.96%	15.07%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE (%)	13.07%	22.29%	26.45%	25.74%	23.94%
经营活动现金流	2203	3268	2459	4437	4633	偿债能力					
净利润	871	1986	2935	3649	4197	资产负债率 (%)	54%	47%	36%	28%	25%
折旧摊销	881	957	1082	1036	984	流动比率	1.32	1.58	2.96	6.15	8.31
财务费用	193	155	201	203	184	速动比率	0.67	0.95	1.76	4.10	6.13
应收账款减少	0	-74	-237	-122	-134	营运能力					
预收账款增加	0	0	12	14	16	总资产周转率	0.40	0.46	0.59	0.64	0.64
投资活动现金流	-1771	-958	13	1	0	应收账款周转率	16	16	17	16	16
公允价值变动收益	-71	-26	0	0	0	应付账款周转率	11.59	14.59	16.17	16.31	16.38
长期股权投资减少	0	371	4	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	14	79	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.49	1.07	1.47	1.82	2.12
筹资活动现金流	-228	-1097	-1982	-2121	-848	每股净现金流 (最新摊薄)	0.12	0.73	0.26	1.22	1.99
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.70	4.76	5.55	7.09	8.86
长期借款增加	0	-822	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	236	0	0	P/E	49.63	22.73	16.56	13.34	11.46
资本公积增加	301	-301	0	0	0	P/B	6.58	5.11	4.38	3.43	2.74
现金净增加额	204	1213	489	2316	3784	EV/EBITDA	18.15	10.12	7.56	6.77	5.55

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

大周期组组长, 金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理 (CTA), 东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖及三等奖; 曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人, 上海期货交易所注册期权讲师, 中国金融期货交易所注册期权讲师, Wind 金牌分析师, 中国东方资产估值专家库成员, 中国东方资产股票专家组成员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员, 美国哥伦比亚大学生物统计硕士, 研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校, 应用数学与经济双专业, 于 2024 年 5 月入职东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526