

有色金属

2025 年 12 月 31 日

赤峰黄金

(600988)

——国际化成长黄金矿企，充分受益金价上行

报告原因：首次覆盖

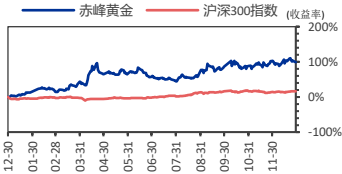
买入 (首次评级)

市场数据:	2025 年 12 月 30 日
收盘价 (元)	31.63
一年内最高/最低 (元)	34.25/15.55
市净率	4.8
股息率% (分红/股价)	0.51
流通 A 股市值 (百万元)	52,630
上证指数/深证成指	3,965.12/13,604.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	6.59
资产负债率%	33.85
总股本/流通 A 股 (百万)	1,900/1,664
流通 B 股/H 股 (百万)	-/236

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

郭中伟 A0230524120004
guozw@swsresearch.com
马焰明 A0230523090003
maym@swsresearch.com
陈松涛 A0230523090002
chenst@swsresearch.com

联系人

马焰明 A0230523090003
maym@swsresearch.com

投资要点:

- 国际化成长型黄金企业。公司聚焦黄金业务**，在全球范围内运营 6 座黄金矿山及 1 座多金属矿山，黄金业务营收占比约 90%，毛利占比约 100%。截至 2024 年底，公司黄金资源量 390 吨，品位 3.6 克/吨，黄金储量 75 吨，品位 2.8 克/吨。2020-2024 年公司矿金产量由 4.6 吨增至 15.2 吨，复合增速 35%。
- 贵金属价格上行趋势不变**：黄金本质为金融产品，具备收益性、安全性和流动性三重属性，2022 年后在俄乌冲突催化下，美元储备信用弱化，黄金核心定价因素由收益性转向安全性，主导金价上行趋势。《“大而美”法案》通过后美国财政赤字重拾扩张，全球信用格局重塑仍将继续，央行购金持续；此外黄金 ETF 与实际利率呈现显著负相关，2025 年实际利率下行黄金 ETF 重新实现净流入，点阵图显示 26 年仍有降息。
- 内生外延打开成长空间，注重成本控制**。1) 公司拥有并经营 6 个黄金矿山，资源量合计 390 吨，现有矿山成矿条件良好，大部分矿区仍有进一步勘探获取更多资源的潜力，万象矿业获得阶段性资源评估成果，初步增加黄金资源量 107 吨。公司已发行 H 股，拓宽融资渠道，预计将用于收并购海外优质资产。2) 技改+收购，矿金产量稳步提升至 15-16 吨，海外矿山产量约占 70-80%，公司同步推进多个技改项目，其中塞班金铜矿 27 年计划将黄金年产量增加至 7 吨、铜年产量增加至 3 万吨，瓦萨金矿计划 2028 年底前实现年产金 6.2-7.8 吨，远期提升至 7.8-10.9 吨。3) 公司注重成本控制，全维持成本低于全球平均水平，公司多项措施并行下 23/24 年降本显著。25Q1-Q3 公司生产成本为 327 元/克，同比提升 16%，主要系加纳瓦萨金矿成本上升较多。
- 公司是成长型黄金企业，给予买入评级**。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 32.1/52.5/61.1 亿元，对应 PE 为 19/11/10x，考虑到四季度金价快速上涨（环比+19%）、大部分黄金公司 wind 一致预期盈利预测更新滞后，谨慎考虑给予可比公司 PE20%折价，此种情况下公司 26/27 年估值仍低于可比公司均值。公司旗下在产金矿成本低于行业平均水平，充分受益于金价上行周期，业绩兑现度较高，此外公司成长路径清晰，主力金矿瓦萨金矿和塞班金铜矿之后均有扩产计划，公司持续关注优质资产收并购机会，已香港上市具备优势，故首次覆盖给予买入评级。
- 风险提示**：黄金价格下跌，产量不及预期，项目建设不及预期

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	9,026	8,644	12,586	17,311	20,320
同比增长率 (%)	25.0	38.9	39.4	37.5	17.4
归母净利润 (百万元)	1,764	2,058	3,215	5,248	6,110
同比增长率 (%)	119.5	86.2	82.2	63.3	16.4
每股收益 (元/股)	1.07	1.14	1.69	2.76	3.22
毛利率 (%)	43.8	49.9	53.6	60.5	60.0
ROE (%)	22.3	16.4	22.5	26.8	23.8
市盈率	34		19	11	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 32.1/52.5/61.1 亿元，对应 PE 为 19/11/10x，考虑到四季度金价快速上涨（环比+19%）、大部分黄金公司 wind 一致预期盈利预测更新滞后，谨慎考虑给予可比公司 PE20%折价，此种情况下公司 26/27 年估值仍低于可比公司均值。公司旗下在产金矿成本低于行业平均水平，充分受益于金价上行周期，业绩兑现度较高，此外公司成长路径清晰，主力金矿瓦萨金矿和塞班金铜矿之后均有扩产计划，公司持续关注优质资产收并购机会，已香港上市具备优势，故首次覆盖给予买入评级。

关键假设点

销量：预计 25-27 年产金 15.5/16.5/17.5 吨，产量逐年增加主要系金矿技改及扩建。

金价：预计 25-27 年金价为 800/1050/1150 元/克，主要系金价核心因素转向安全性，逆全球化趋势持续，预计央行购金持续，支撑金价上行。

毛利率：预计 25-27 年矿金毛利率为 56%/62%/62%，主要系金价上涨，同时生产成本温和上行。

有别于大众的认识

市场可能认为公司未来矿金产量增量有限，我们认为公司旗下在产金矿成矿良好，具有增储潜力，且公司同步推进多项技改扩建计划，矿产产量有增长空间。此外公司海外收并购经验丰富，已港股上市，具备融资优势，公司预计未来收并购外海外优质资产，进一步打开成长空间。

股价表现的催化剂

金价上行，项目建设进度超预期，收并购超预期

核心假设风险

黄金价格下跌，产量不及预期，项目建设不及预期

目录

1. 成长型黄金矿企，聚焦黄金	6
1.1 国际化矿企，专注黄金	6
1.2 控制成本，业绩高增长	7
2. 全球信用格局重塑，看好金价持续上行	9
3. 国内技改+海外收购，黄金产量提升	14
3.1 以金为主，存增储潜力	14
3.2 技改+收购，黄金产量提升	16
3.3 注重成本控制，低于全球平均水平	17
4. 盈利预测与估值	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 赤峰黄金发展历程.....	6
图 2: 赤峰黄金股权结构 (截至 2025Q3)	7
图 3: 公司营业收入.....	7
图 4: 公司归母净利润	7
图 5: 黄金营收占比约 90%.....	8
图 6: 黄金毛利占比接近 100%	8
图 7: 费用控制良好.....	9
图 8: 净利率、毛利率稳步提升	9
图 9: 公司资产负债率下降明显	9
图 10: 10 年期美债实际利率与金价负相关关系显著 (2006-2021)	10
图 11: 金价与 10 年期美债收益率.....	10
图 12: 金价与 10 年期美债收益率线性模型残差 (单位: 美元/盎司)	10
图 13: 黄金下游需求占比.....	11
图 14: 黄金下游需求增速.....	11
图 15: 美元占比逐渐下行.....	11
图 16: 美债与金价	11
图 17: 全球央行年度售金/购金	12
图 18: 全球央行购金 (吨)	12
图 19: 全球主要央行黄金储备.....	12
图 20: 43%央行: 计划未来 1 年增加黄金储备	13
图 21: 72%央行: 未来 5 年黄金储备占比将小幅上升.....	13
图 22: 欧美黄金 ETF 持仓与美债 10 年期实际利率	13
图 23: 欧美黄金 ETF 持仓与美债 10 年期实际利率滚动 1 年相关性.....	13
图 24: 全球黄金 ETF 持仓 (吨, 截至 2025.11)	14
图 25: 全球黄金 ETF 持仓变化 (吨, 截至 2025.11)	14
图 26: 公司矿金产量.....	16
图 27: 分矿山矿金产量.....	16
图 28: 公司、全球金矿全维持成本 (美元/盎司)	17
图: 公司矿金生产成本.....	

表 1: 赤峰黄金黄金资源量	15
表 2: 赤峰黄金铜铅锌稀土资源量	15
表 3: 赤峰黄金分矿山生产成本	18
表 4: 关键假设	18
表 5: 可比公司估值表	19

1. 成长型黄金矿企，聚焦黄金

1.1 国际化矿企，专注黄金

赤峰黄金是国际化成长型黄金企业。1) 公司聚焦黄金业务，主营业务为黄金的开采、选矿及销售，2025H1 黄金业务营收占比 90%，公司在全球范围内运营 6 座黄金矿山及 1 座多金属矿山（锌、铅、铜、钼等多金属），国内黄金矿山为吉隆矿业（100%）、华泰矿业（100%）、瀚丰矿业（100%）、五龙矿业（100%），海外矿山为老挝 Sepon 铜金矿（90%，2018 年并购）、加纳 Wassa 金矿（55.8%，2022 年并购），此外控股子公司广源科技专注于废弃电器电子产品处理业务。2) 资源量：截至 2024 年底，公司黄金资源量 390 吨，品位 3.6 克/吨，黄金储量 75 吨，品位 2.8 克/吨；此外公司拥有铜、稀土、锌资源量分别为 10.3、6.4、55.4 万吨。3) 产量：2020-2024 年公司矿金产量由 4.6 吨增至 15.2 吨，复合增速 35%，2025 年前三季度矿金产量 10.7 吨，同比基本持平。

图 1：赤峰黄金发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

公司业务主要经历了三个发展阶段：

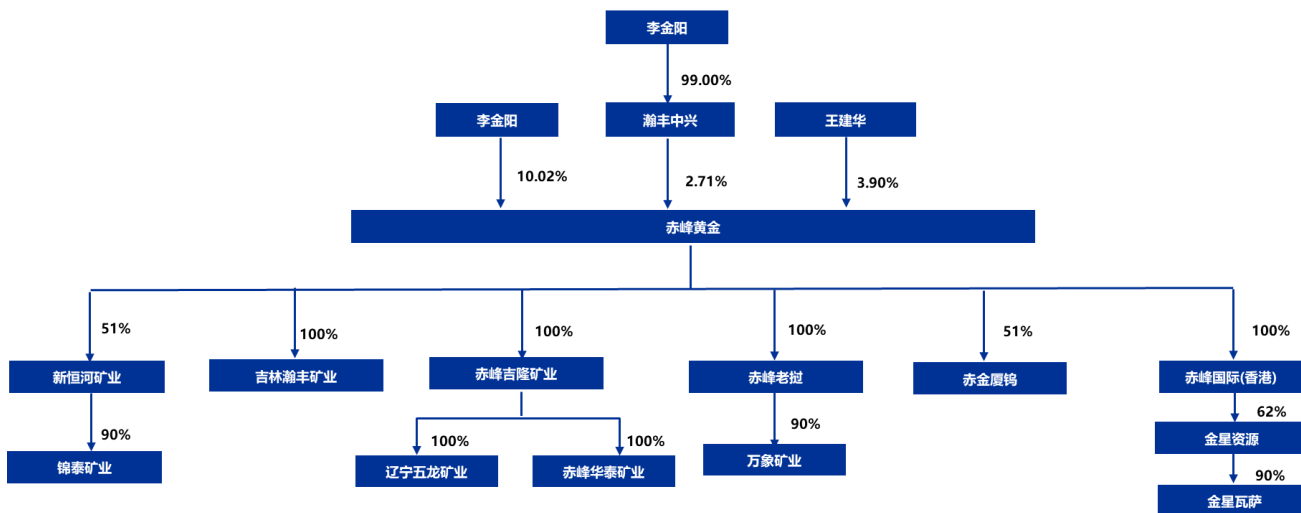
1) 2012-2014 年，以黄金采选为主：2013 年公司收购五龙矿业（100%），奠定国内金矿布局；

2) 2015-2018 年，开拓有色金属回收业务，与金矿业务双线并行：2015 年公司收购雄风环保（100%）、广源科技（55%），公司由此增加资源综合回收利用行业的相关业务，其中雄风环保主要从事多种稀贵金属回收业务（主要产品为黄金、白银、铋、钯等多种稀贵金属及其合金），广源科技主要从事废弃电器电子产品处理业务。

3) 2018 年至今，剥离部分非矿资产，以矿为主，聚焦黄金：2018 年公司收购老挝 Sepon 铜金矿（90%），2019 年收购瀚丰矿业（100%）；同年公司开始计划拟定剥离非矿资产，实行“以矿为主，专注黄金矿山业务”的发展战略。公司于 2020 年完成出售雄风环保，开始执行非矿业务剥离。2022 年 1 月，公司收购金星资源（62%），获得其控股的加纳 Wassa 金矿（90%）。2025 年，公司于港交所上市，迅速加快境内外矿山勘探、技改及新项目推进，提升产能潜力，保障生产能力，坚定实施“以金为主”发展战略，资源量、储量、产能提升“三线并进”。

股权结构分散，董事长持股 3.9%。公司实际控制人为李金阳女士，截止至 2025 年 9 月底，直接持有公司总股份的 10.02%，与一致行动人（瀚丰中兴）合计持有公司总股份的 12.70%。公司核心团队买入公司股份，截至 2025 年 9 月底，董事长王建华总持有公司总股份的 3.90%。

图 2：赤峰黄金股权结构（截至 2025Q3）

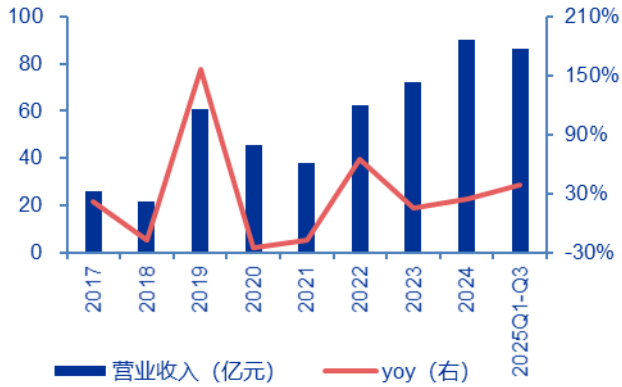


资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

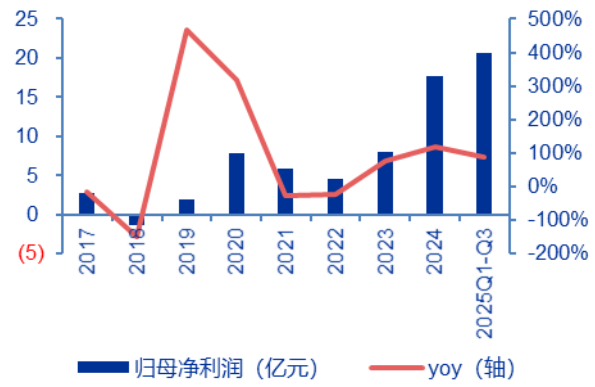
员工持股计划绑定员工与公司，彰显发展信心。 1) 2020 年 9 月，公司推出第一期员工持股计划，截至 2021 年 4 月 30 日，已回购 41.6 百万股股份作为股权激励，初始涉及总部及子公司核心人员共计不超过 98 人。2) 2022 年 1 月，公司推出第二期员工持股计划，截至 2023 年 4 月 28 日，已回购约 16.6 百万股股份，已回购金额人民币 3.0 亿元。3) 2023 年 6 月，本公司推出第三期员工持股计划，截至 2024 年 6 月 27 日，已累计回购约 15.2 百万股股份，已回金额人民币 2.2 亿元，回购股份将续用于股权激励计划或员工持股计划。

1.2 控制成本，业绩高增长

受益于高金价，近年来公司净利润快速增长。 2022-2024 年受益于金价上涨，以及公司矿金产量增长，公司净利润由 4.5 亿元增至 17.6 亿元；2025 年前三季度公司实现营业收入 86.4 亿元，同比增长 39%，净利润 20.6 亿元，同比增长 86%，主要系金价大幅上行、成本相对温和上涨。

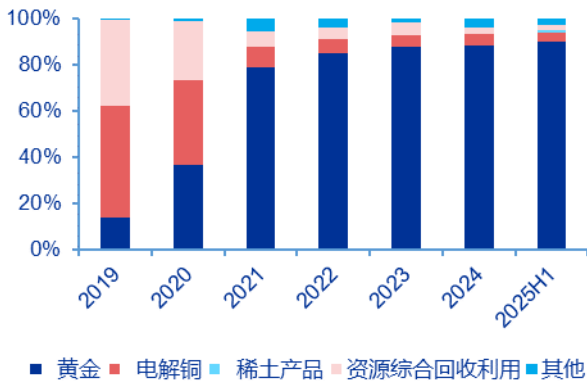


资料来源：公司公告，申万宏源研究

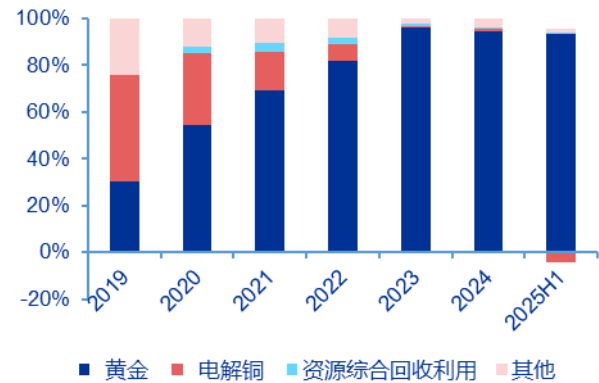


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司坚定“以金为主”发展战略，当前黄金毛利占比接近 100%。公司主要产品包括黄金、电解铜、锌精粉等，2020 年公司出售雄风环保，老挝万象矿业由主要生产电解铜转向黄金，故铜、资源回收营收占比快速下降，2019-2025H1 公司黄金营收占比由 14%增至 90%，黄金毛利占比由 30%提升至约 100%。

图 5：黄金营收占比约 90%


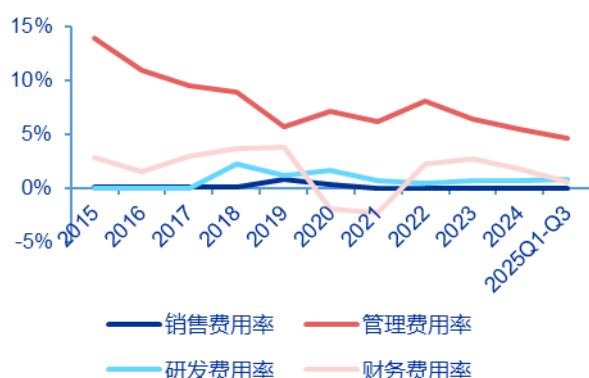
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：黄金毛利占比接近 100%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

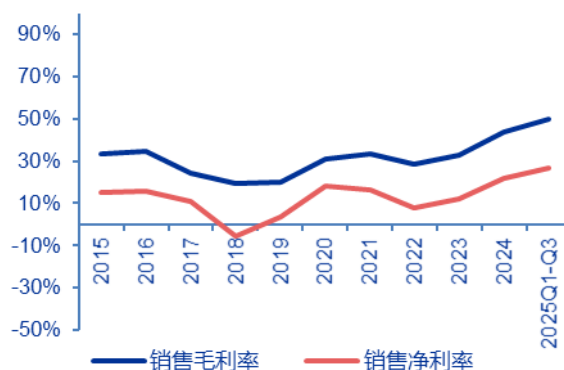
费用控制较好，盈利能力逐年提升。近年来公司精益管理，2022 年至 2025 年前三季度公司资产负债率由 58%下降至 34%，此外费用控制良好，管理费用率逐渐下降。公司盈利能力提升较大，2022 年至 2025 年前三季度毛利率由 29%提升至 50%，净利率由 8%提升至 27%。

图 7：费用控制良好



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：净利率、毛利率稳步提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：公司资产负债率下降明显

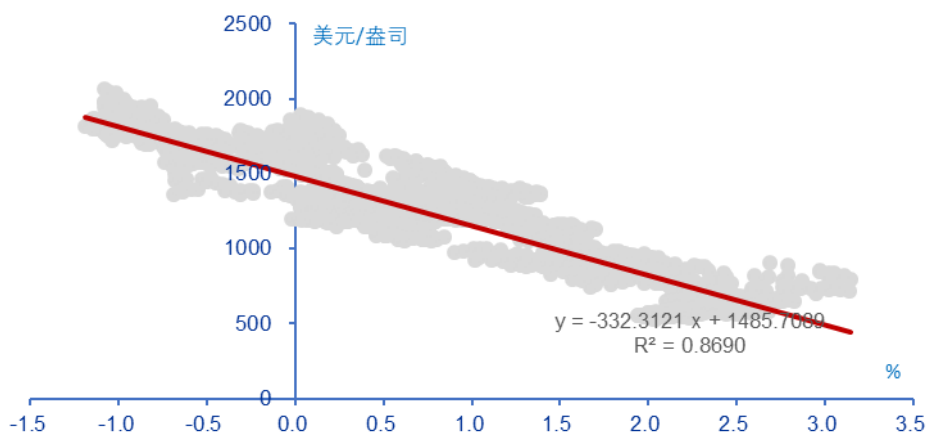


资料来源：wind，申万宏源研究

2. 全球信用格局重塑，看好金价持续上行

黄金本质为金融产品，具备收益性、安全性和流动性三重属性，2022 年前的十余年，美元信用处于主导地位，黄金价格由收益性属性主导，与 10 年期美债实际利率呈现稳定的负相关性。2022 年以前的十余年美元信用处于主导地位，美元/美债的安全性和流动性属性稳定，与黄金相近，而黄金是不生息资产，故一般以 10 年期美债实际利率衡量持有黄金的机会成本。2006-2021 年金价与 10 年期美债实际利率呈现较为明显的负相关关系，其线性模型拟合优度高达 86.9%。

图 10: 10 年期美债实际利率与金价负相关关系显著 (2006-2021)

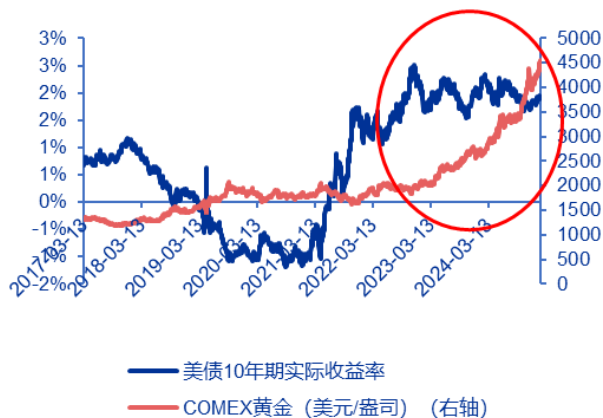


资料来源: wind, 申万宏源研究

注: y 为金价, x 为 10 年期美债实际利率

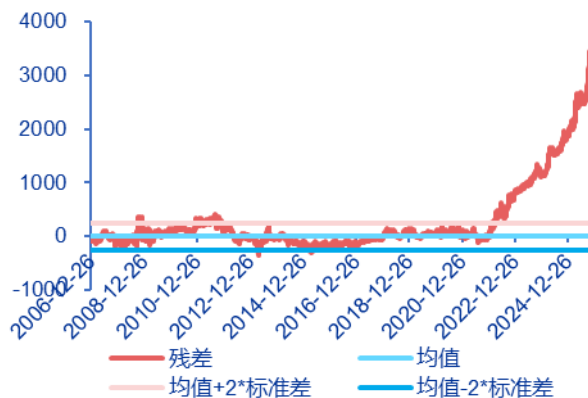
2022 年下半年以来, 金价与 10 年期美债收益率呈现正相关关系, 与此前线性模型背离; 从金价与 10 年期美债收益率线性模型拟合结果看, 2006-2021 年拟合残差均值为 0, 2022 年以来拟合残差显著高于均值, 说明金价核心定价因素发生变化。

图 11: 金价与 10 年期美债收益率



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 12: 金价与 10 年期美债收益率线性模型残差 (单位: 美元/盎司)



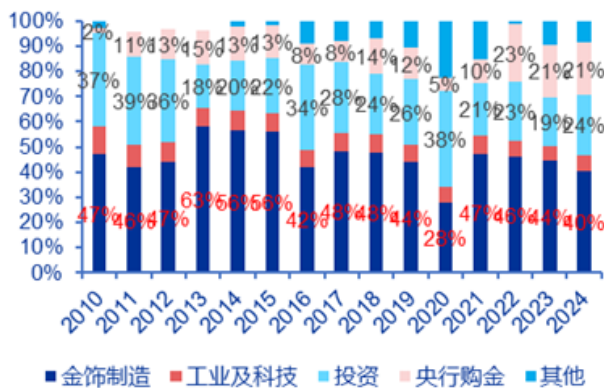
资料来源: wind, 申万宏源研究

从黄金下游需求变化看, 2022 年至今央行购金占比变动最大、需求增速最快。2022 年以前, 央行购金占黄金需求比重在 2%-15% 区间, 2022 年至今央行购金占比变动最大、需求增速最快, 2022/2023/2024 年央行购金 1082/1037/1045 吨, 2022 年同比增长 140%, 土耳其、中国、印度、波兰等买入显著 (据世界黄金协会), 2020-2024 年全球央行购金量占全球黄金需求比例由 5% 提升至 21%, 2022 年达到最高值 23%。究其原因, 2022 年在国际局势紧张催化下, 美元储备信用弱化, 全球信用格局开启重塑周期, 央行出于资产安全角度加大购金力度。

从影响权重上看，2022 年以来在全球信用格局变化下，安全性对应的本金风险远大于收益性对应的利息风险，黄金这一金融资产的核心定价因素由收益性转向安全性，故过去两年在美国经济持续韧性、美债利率高位的背景下，金价仍能稳步走高。

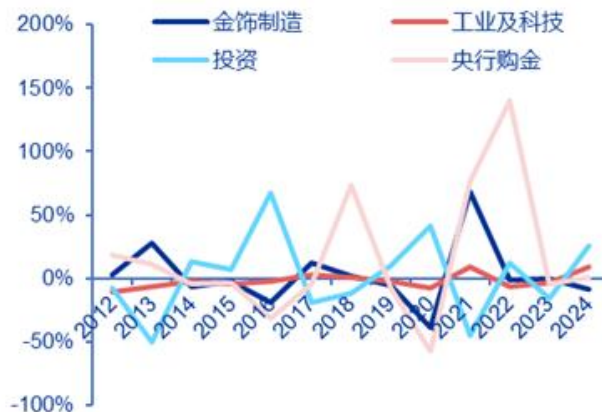
展望未来，我们认为全球信用格局重塑仍将持续，金价上行趋势不变。

图 13: 黄金下游需求占比



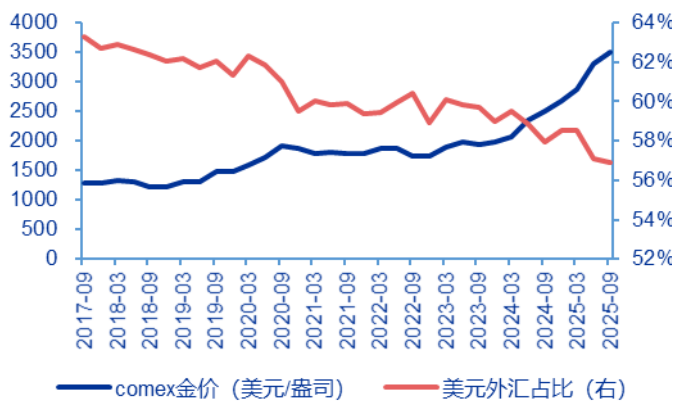
资料来源：世界黄金协会，申万宏源研究

图 14: 黄金下游需求增速



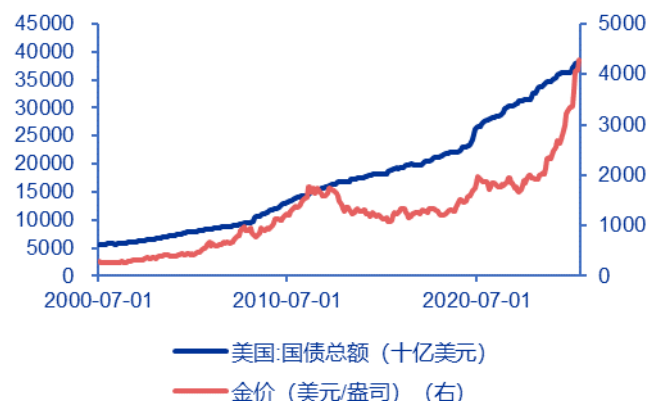
资料来源：世界黄金协会，申万宏源研究

图 15: 美元占比逐渐下行



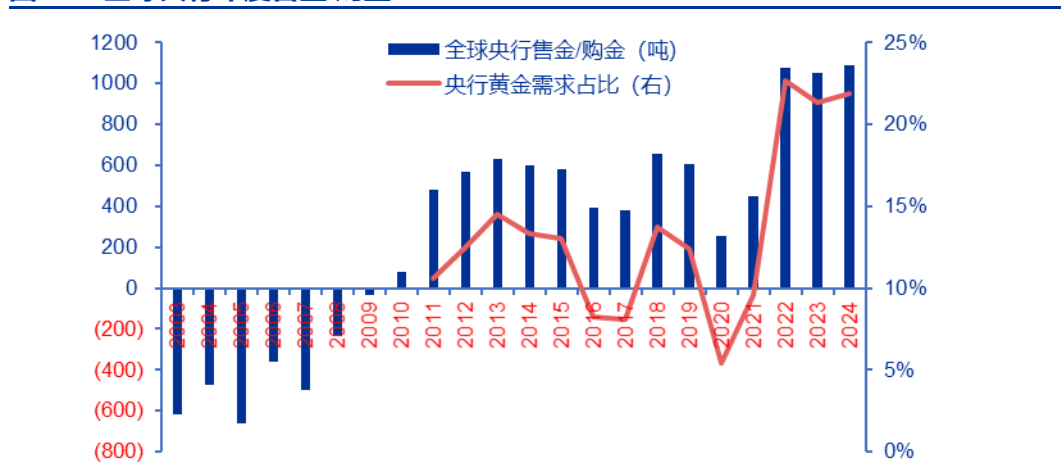
资料来源：世界黄金协会，申万宏源研究

图 16: 美债与金价



资料来源：世界黄金协会，申万宏源研究

图 17: 全球央行年度售金/购金



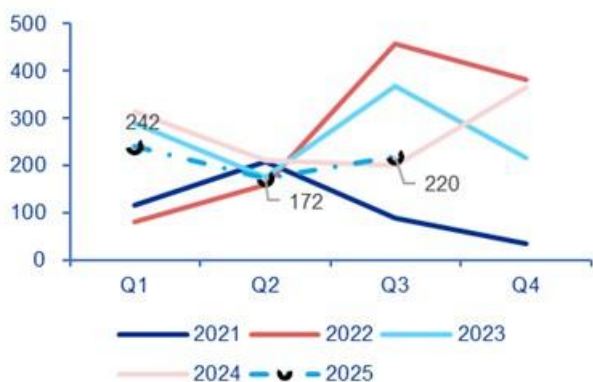
资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 正值为购金

特朗普签署《“大而美”法案》，法案将提高债务上限，财政赤字重拾扩张。 1) 法案或扩张总赤字 4.1 万亿; 2) 法案内容包括: 减税, 扩大国防、边境安全开支, 削减福利支出, 削减新能源补贴支出。3) 美国版的“稳增长”。联邦预算委员会(CRFB)表示, 2025 财年赤字预计为 1.7 万亿美元, 占 GDP 的 5.6%, 未来十年赤字将稳步上升, 到 2035 年将达 2.6 万亿美元, 占 GDP 的 5.9%。

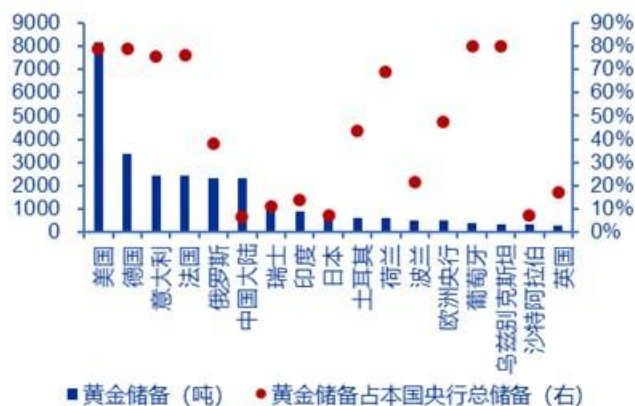
全球央行仍将保持较高的购金意愿。 2025Q1-Q3 全球央行购金 634 吨, 同比下降 13%, 但仍高于 2021 年; 2025M7 全球黄金储备占外汇储备比重为 22%。分国别看, 主要购金国家为俄罗斯、中国、印度、土耳其等, 当前中国、印度、日本等黄金占外汇储备比例相对偏低, 存在较大购金空间。据世界黄金协会 2025 年央行储备调查, 43% (历史最高比例) 央行计划在未来 1 年增加黄金储备, 无央行计划减持, 72% 央行预计未来 5 年黄金储备占比将小幅提升 (2024 年为 66%)。

图 18: 全球央行购金 (吨)



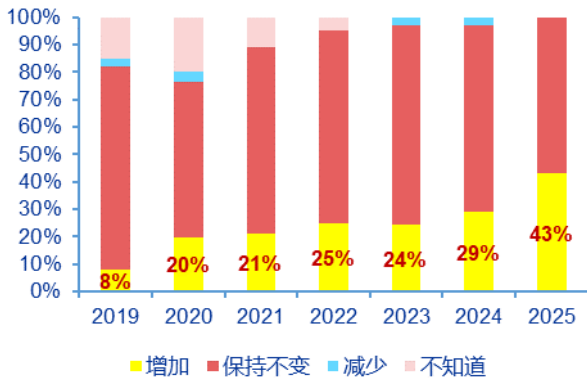
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 19: 全球主要央行黄金储备



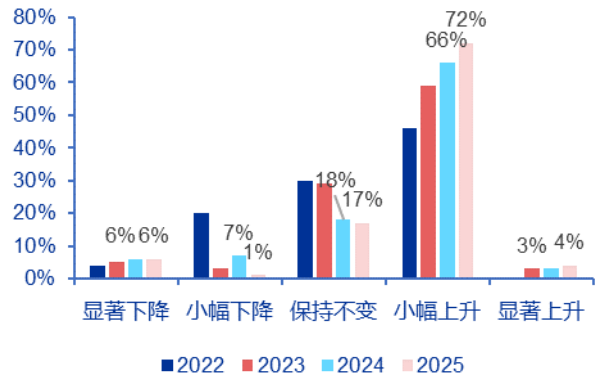
资料来源: 世界黄金协会, 申万宏源研究

图 20: 43%央行: 计划未来 1 年增加黄金储备



资料来源: 世界黄金协会, 申万宏源研究

图 21: 72%央行: 未来 5 年黄金储备占比将小幅上升



资料来源: 世界黄金协会, 申万宏源研究

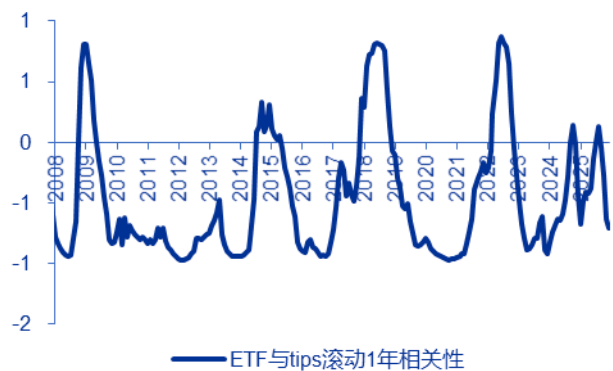
25 年降息预期下实际利率下行, 黄金 ETF 重新实现净流入。 欧美黄金 ETF 持仓量与美债十年期实际利率长期呈现明显负相关关系。2022 年 7 月后美联储快速加息, 实际利率快速上行压制欧美黄金 ETF 投资需求; 2025 年以来, 伴随降息预期升温, 实际利率回落促使欧美投资者加速买入。截至 2025 年 11 月全球黄金 ETF 净流入 713 吨, 持仓量 3931 吨, 突破 2022 年 4 月高点。

图 22: 欧美黄金 ETF 持仓与美债 10 年期实际利率

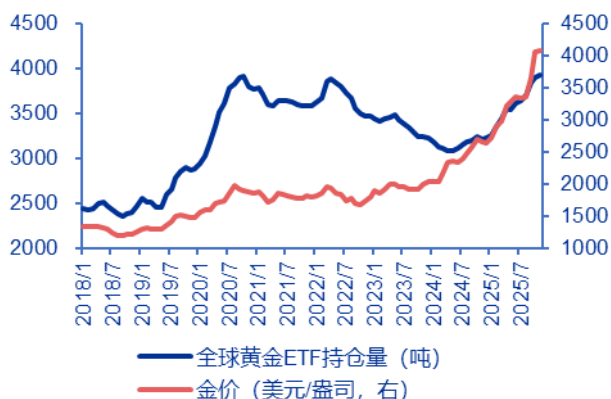


资料来源: wind, 申万宏源研究

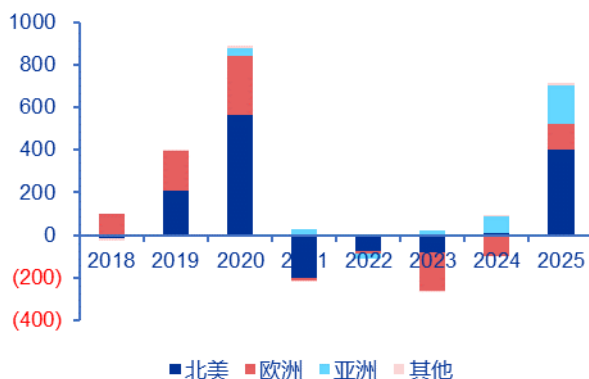
图 23: 欧美黄金 ETF 持仓与美债 10 年期实际利率滚动 1 年相关性



资料来源: 世界黄金协会, wind, 申万宏源研究

图 24: 全球黄金 ETF 持仓 (吨, 截至 2025.11)


资料来源: 世界黄金协会, wind, 申万宏源研究

图 25: 全球黄金 ETF 持仓变化 (吨, 截至 2025.11)


资料来源: 世界黄金协会, wind, 申万宏源研究

2025年9/10/12月,美联储均降息25bp,当前联邦基金利率的目标区间为3.5%-3.75%,符合市场预期,12月最新点阵图显示26年仍有降息,自12月12日起启动每月约400亿美元的短期国债购买计划。我们认为降息空间打开后实际利率下行,带动黄金ETF流入,金价仍有上升空间。

3. 国内技改+海外收购, 黄金产量提升

3.1 以金为主, 进一步增储潜力大

公司拥有并经营6个黄金矿山,资源量合计390吨。公司拥有6座金矿,分布于中国、东南亚和西非等世界各地,截至2024年底公司黄金资源量390.1吨,品位3.6克/吨。1) **国内**: 4座金矿,资源量86.3吨(占比22%),品位高达4.4克/吨,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,毛利率较高。除锦泰矿业溪灯坪金矿采取露天开采方式外,其他矿山均采用地下开采方式,年开采能力为135万吨。2) **海外**: 2座金矿,资源量303.8吨(占比78%),品位3.4克/吨,低于国内,2座金矿开采方式均为露天开采与地下开采相结合,年开采能力为570万吨。

矿山优良,有进一步增储潜力。1) **国内**: 公司现有矿山成矿条件良好,大部分矿区仍有进一步勘探获取更多资源的潜力。2) **海外**: 塞班铜金矿是老挝最大的有色金属矿山,享有包括塞班矿区在内的合计1000余平方公里范围内的矿产资源勘探及开采的独占权利,探矿前景广阔。加纳瓦萨金矿位于著名的阿散蒂金矿带上的成矿有利地段,矿区及外围找矿潜力仍然巨大,瓦萨金矿的矿权范围在阿散蒂金矿成带南部的东缘,走向长约70公里,是加纳拥有矿权面积最大的大型黄金企业。

万象矿业获得阶段性资源评估成果,初步增加黄金资源量107吨。据公司2025年半年报,万象矿业于6月底完成的第一阶段资源勘探工作取得重大突破,SND项目首次发现大规模斑岩型金铜矿体,初步探明黄金资源量106.9吨,金当量品位0.81克/吨,为后续规模化开发奠定基础。此外,金星瓦萨地采生产钻探累计完成. 万米,露采品位控制钻探完

成 3.5 万米，全矿施工钻探工程完成 11.9 万米，有效减少未来开发中的无效工程，显著提升资源利用率，今年深部钻孔施工已按计划完成，预计下半年完成岩心分析，并启动深部回采的可研工作；吉隆矿业井下深部在多个分矿发现工业矿体，外围勘查亦在多处取得矿体成果，完成一宗采矿权深部扩界，将在既有勘查成果和基础上，继续开展外国及井下深部勘查；五龙矿业持续加快矿权整合，取得新证勘查面积为 1.0705 平方公里，矿权面积进一步扩展。

表 1：赤峰黄金黄金资源量

矿山名称	资源量品位 (克/吨)	黄金资源量 (吨)	储量品位 (克/吨)	黄金储量 (吨)	年开采能力 (万吨)
五龙矿业五龙金矿	7.8	28.2	7.8	9.3	10.0
吉隆矿业撰山子金矿	12.1	17.6	7.7	5.8	24.0
华泰矿业红花沟金矿	7.0	26.7	6.2	10.5	27.0
锦泰矿业溪灯坪金矿	1.3	13.8	1.3	9.4	74.0
国内合计	4.4	86.3	3.2	35.0	135.0
万象矿业塞班金铜矿（金）	4.2	48.5	3.1	22.8	300.0
金星资源瓦萨金矿	3.3	255.3	2.1	17.1	270.0
海外合计	3.4	303.8	2.6	39.8	570.0
合计	3.6	390.1	2.8	74.8	705.0

资料来源：公司公告，申万宏源研究

除黄金外，公司还有铜、铅锌、稀土资源，主要为塞班金铜矿、老挝勐康稀土矿、瀚丰矿业，截至 2024 年底，公司铜、稀土、铅锌、钼资源量为 8.7、6.4、57.9、7.9 万吨。

表 2：赤峰黄金铜铅锌稀土资源量

矿山名称	主要品种	资源量		储量		年开采（设计）能力（万吨）
		品位 (g/t,%)	金属量 (千吨)	品位 (g/t,%)	金属量 (千吨)	
万象矿业塞班金铜矿	铜	1.59	87.44	0.96	10.34	150
	稀土	352.43	31.92	-	-	不适用
老挝勐康稀土矿	稀土	241.44	32.3	-	-	不适用
瀚丰矿业立山铅锌矿区	锌	2.78	553.97	2.45	81	60
	铜	0.08	16	-	-	
	铅	0.125	25	-	-	
瀚丰矿业东风钼矿区	钼	0.12	79.25	-	-	174.9

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：锌、铜、铅、钼品位单位：%，稀土矿品位单位：克/吨

公司已发行 H 股，拓宽融资渠道，增加并购预期。公司于 2025 年 3 月港股上市，据招股书，未来计划预期将于未来三年用于在采矿业发展成熟、采矿业政策环境稳定的国家优先收购具有一定规模及优质的矿业资产（最好为露天矿山），理想潜在矿业收购目标年产量超过 4 吨黄金。根据弗若斯特沙利文，估计全球市场上有少于 60 个符合标准的潜在收购

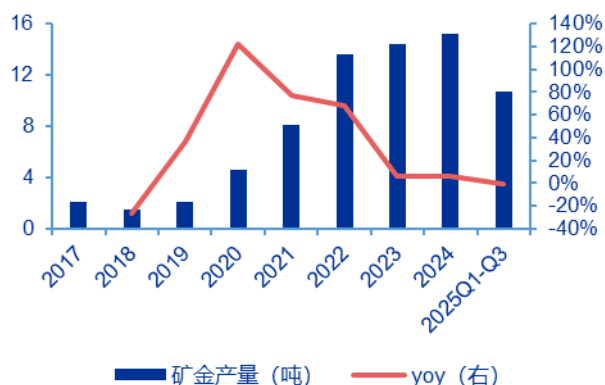
目标，位于大洋洲、西非、东欧及北欧、中亚等地区。公司具备丰富的海外并购经验，在识别具有协同效应的并购目标、执行交易以及整合全球业务方面拥有良好的记录，并已经形成了一套成熟的决策及执行体系。

3.2 技改+收购，黄金产量提升

赤峰黄金是国际化成长型黄金企业，矿金产量稳步提升至 15-16 吨。公司矿金产量提升受收购驱动，主要为两个阶段，2018 年收购塞班金铜矿，矿金产量由 2 吨左右提升至 8 吨，2022 年收购瓦萨金矿，矿金产量由 8 吨左右提升至 15 吨，2024 年公司矿金产量为 15.2 吨，同比增长 6%，2025Q1-Q3 公司矿金产量为 10.7 吨，同比基本持平。

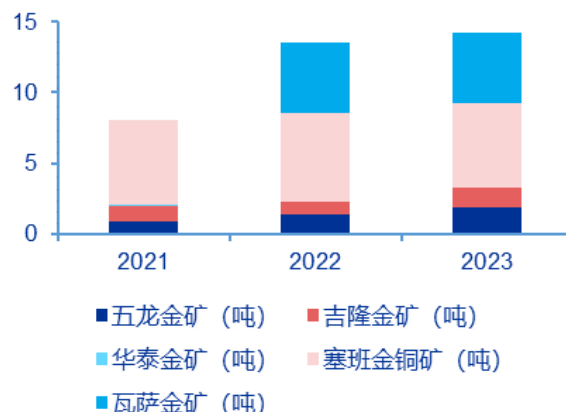
海外矿山产量约占 70-80%。公司国内金矿年产量近 4 吨，塞班金铜矿年产量约 6 吨，瓦萨金矿年产量约 5 吨，两座海外矿山产量占比约 70-80%。

图 26：公司矿金产量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：分矿山矿金产量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

多个技改项目持续推进：

1) **吉隆矿业**：已完成 18 万吨金矿石选矿扩建项目，于 2024 年 6 月已进入试生产阶段，计划于 2025 年底前将年采矿能力提升至约 30 万吨。

2) **五龙金矿**：推进多个井下开拓工程，2024 年底前将其年选矿产能从 57.8 万吨提高至约 70 万吨。截至 2025H1，完成选厂压滤车间改造，处理能力稳定提升至 3000 吨/天，新尾矿库建设工作同步推进。

3) **华泰矿业**：一采区（三采分区）复工项目完成可研报告；采矿权延续工作按计划推进；五采区新增 3 万吨/年地下开采扩建项目基建工程有序开展。

4) **塞班金铜矿**：加速建设塞班金铜矿的露天及地下开采项目，预计到 2025 年，塞班金铜矿的年地下开采产能将由目前的 53.6 万吨增至 80.6 万吨。同时，加速对具有露天和地下开采潜力的 DiscoveryWestDeeps 和 PhavatNorth 勘探前景进行建模和研究，预计 2026 年及 2027 年后地下开采能力将进一步提高。2025 年计划对 FarWest 矿山进行后续投资，包括兴建一个尾矿库设施，预期将建立一座年产能为 百万吨的铜矿石加工厂，卡

农铜矿露天采矿项目开工，2027 年计划将黄金年产量增加至 7 吨、铜年产量增加至 3 万吨。

5) 瓦萨金矿：力争将瓦萨金矿打造成大型黄金矿山，并预期于 2028 年底前实现年选矿产能约 330 万吨，年产量达 200 至 250 千盎司黄金（约 6.2-7.8 吨），未来提升至 250 至 350 千盎司（约 7.8-10.9 吨）。

3.3 成本低于全球平均水平

公司全维持成本低于全球平均水平。据公司港股说明书，2023 年公司黄金单位全维持成本仅为 1179.1 美元/盎司，处于全球黄金矿业第一四分位数，而同期全球平均数约为 1348.5 美元，高出 14.4%。

多项措施并行，23/24 年降本显著。2023 年公司黄金全维持成本降幅为 12.0%，打破了全球成本上升的趋势，同期，国际黄金生产商的平均全维持成本升幅为 7.2%。2022-2024 年公司矿金生产成本稳定在 280 元/克，控制成本效果明显；2025 年前三季度公司矿金生产成本为 327 元/克，同比提升 16%，主要系加纳瓦萨金矿成本上升较多。

公司持续研发应用新技术，并通过集中采购、优化组织和人员结构等一系列降本，增效的措施，旨在不断降低生产成本。**1) 集中化采购，境内外矿山降本效果显著。**公司通过筛选全球各地包括中国、泰国、越南等地的供货商，将高性价比供应商引入到采购体系，并在供货商之间引入了良性的竞争，鼓励其他供货商或潜在供货商提升其资质和服务标准。2024 年境内矿山通过招标、磋商或谈判方式实施的采购项目 58 项，涵盖设备、大宗物资、井巷工程、专业技术服务承包、钻探工程、六大系统、水处理、地表基建工程；在火工产品、木材、钢球、部分设备方面采购成本降幅较大，预计节约金额约 1119 万元；**2) 根据各矿山的实际情况，针对性地实现降本增效。**塞班金铜矿不断寻求改进选矿技术，使用再磨工艺提高效率，不断提高金选矿回收率并降本，选矿回收率自投产之初提升了近 20%。瓦萨金矿通过引入第三方承包商提高掘进工程效率，显著降低单位成本，回收率稳定在约 95.5%。

图 28：公司、全球金矿全维持成本（美元/盎司）

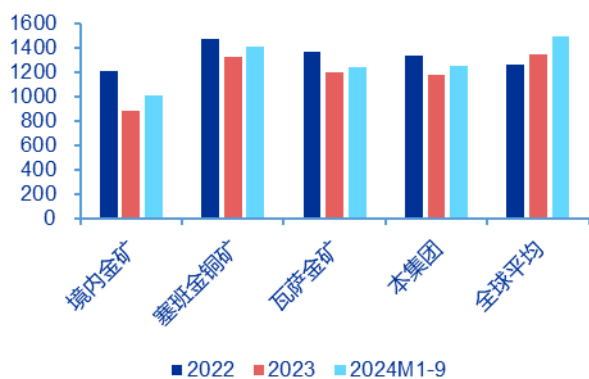
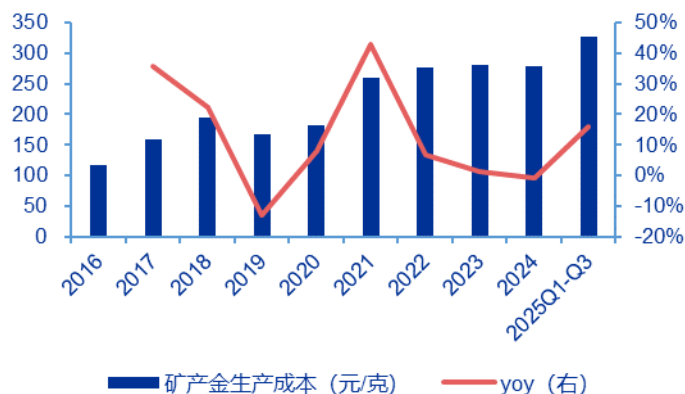


图 29：公司矿金生产成本



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

分矿山看，国内金矿最低且较稳定，瓦萨金矿成本上升较快。1) 公司国内金矿成本较低，生产成本约在 150-180 元/克，主要系品位较高；2) 万象塞班金铜矿成本较高，约 1500 美元/盎司，但基本稳定，公司通过选矿技改，回收率较投产初期提升近 20%；25 年前三季度加纳瓦萨金矿成本同比上升 44%，主要系计税基础的增加及税率的上升（2025 年 4 月起从 1%增至 3%）综合导致资源税及可持续发展税同比增加，新增采矿作业单元后生产性钻探、进及采矿等运营成本相应增加，以及矿石入选品位的降低叠加雨季提前影响，加纳瓦萨金矿的产销量同比下降。

表 3：赤峰黄金分矿山生产成本

	2022	2023	2024	2025Q1-Q3
合计矿产金 (元/克)	277	280	278	327
国内金矿 (元/克)	184	153	157	169
万象塞班金铜矿 (美元/盎司)	1528	1490	1497	1495
加纳瓦萨金矿 (美元/盎司)	1129	1315	1304	1840

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

盈利预测：

销量：预计 25-27 年产金 15.5/16.5/17.5 吨，产量逐年增加主要系金矿技改及扩建。

金价：预计 25-27 年金价为 800/1050/1150 元/克，主要系金价核心因素转向安全性，逆全球化趋势持续，预计央行购金持续，支撑金价上行。

毛利率：预计 25-27 年矿金毛利率为 56%/62%/62%，主要系金价上涨，同时生产成本温和上行。

表 4：关键假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量					
矿产金 (吨)	14.5	15.2	15.5	16.5	17.5
电解铜 (吨)	6429	6273	6000	6000	10000
售价					
矿产金 (元/克)	450	559	800	1050	1150
电解铜 (元/吨)	68027	75040	81000	95000	100000
毛利率					
矿产金	36%	47%	56%	62%	62%
电解铜	6%	11%	17%	29%	33%
营业收入 (亿元)					
矿产金	63.2	79.8	116.3	162.5	188.7
电解铜	3.8	4.1	4.2	4.9	8.7
其他	5.2	6.4	5.4	5.7	5.8
营业成本 (亿元)					
矿产金

电解铜	3.6	3.6	3.5	3.5	5.8
其他	4.4	4.7	3.8	3.8	3.8
毛利 (亿元)	23.5	39.6	67.4	104.8	121.8
矿产金	22.6	37.5	65.1	101.4	117.0
电解铜	0.2	0.4	0.7	1.4	2.8
其他	0.7	1.7	1.6	1.9	2.0
归母净利润 (亿元)	8.0	17.6	32.1	52.5	61.1

资料来源: wind, 公司公告, 申万宏源研究

估值:

可比公司选择方面, 考虑到公司黄金业务占比较高, 故选择主营业务为矿产金的山金国际、山东黄金、中金黄金作为可比公司。

我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 32.1/52.5/61.1 亿元, 对应 PE 为 19/11/10x, 考虑到四季度金价快速上涨 (环比+19%)、大部分黄金公司 wind 一致预期盈利预测更新滞后, 谨慎考虑给予可比公司 PE20%折价, 此种情况下公司 26/27 年估值仍低于可比公司均值。公司旗下在产金矿成本低于行业平均水平, 充分受益于金价上行周期, 业绩兑现度较高, 此外公司成长路径清晰, 主力金矿瓦萨金矿和塞班金铜矿之后均有扩产计划, 公司持续关注优质资产收并购机会, 已香港上市具备优势, 故给予买入评级。

表 5: 可比公司估值表

代码	名称	股价	市值	归母净利润 (亿元)			PE			PB
		2025/12/30	(亿元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E	(LF)
000975.SZ	山金国际	24.27	674	34.5	41.4	54.4	20	16	12	4.7
600547.SH	山东黄金	38.51	1775	66.4	82.2	96.3	27	22	18	6.0
600489.SH	中金黄金	23.37	1133	52.8	69.7	81.9	21	16	14	3.8
	均值						23	18	15	4.8
600988.SH	赤峰黄金	31.63	601	32.1	52.5	61.1	19	11	10	4.8

资料来源: wind, 申万宏源研究 (可比公司盈利预测均为 wind 一致预期)

5. 风险提示

黄金价格下跌: 公司主营业务为黄金业务, 约 90%营收来自于矿金业务, 如宏观环境变动导致金价下行, 将对公司盈利造成不利影响。

产量不及预期: 公司目前有 6 个金矿, 若突发事件等导致现有矿山减产等, 将对公司盈利造成不利影响。

项目建设不及预期: 公司有多个在建项目, 如遇特殊情况致项目建设进度不及预期, 导致矿金产量增长不及预期, 将对公司盈利造成不利影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,221	9,026	12,586	17,311	20,320
营业收入	7,221	9,026	12,586	17,311	20,320
营业总成本	5,965	6,253	7,299	8,736	10,297
营业成本	4,869	5,069	5,844	6,834	8,136
税金及附加	389	473	673	831	914
销售费用	1	0	1	1	1
管理费用	461	492	629	866	1,016
研发费用	52	64	78	118	136
财务费用	193	155	74	87	93
其他收益	17	3	3	3	3
投资收益	14	79	79	79	79
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-71	-26	0	0	0
信用减值损失	-2	2	0	0	0
资产减值损失	-4	-5	0	0	0
资产处置收益	-2	0	0	0	0
营业利润	1,208	2,824	5,369	8,656	10,105
营业外收支	-2	-5	0	130	130
利润总额	1,206	2,819	5,369	8,786	10,235
所得税	335	833	1,587	2,612	3,047
净利润	871	1,986	3,782	6,174	7,188
少数股东损益	67	222	567	926	1,078
归母净利润	804	1,764	3,215	5,248	6,110

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	871	1,986	3,782	6,174	7,188
加：折旧摊销减值	1,471	1,242	840	1,340	1,840
财务费用	195	170	74	87	93
非经营损失	-86	-122	-79	-79	-79
营运资本变动	-283	-46	-814	-663	-552
其它	38	37	0	0	0
经营活动现金流	2,203	3,268	3,803	6,858	8,490
资本开支	1,722	1,520	2,000	5,000	5,000
其它投资现金流	-49	561	79	79	79
投资活动现金流	-1,771	-958	-1,921	-4,921	-4,921
吸收投资	0	167	2,953	0	0
负债净变化	137	-521	693	200	200
支付股利、利息	146	266	74	87	93
其它融资现金流	-219	-477	217	0	0
融资活动现金流	-228	-1,097	3,789	113	107
净现金流	222	1,242	5,671	2,050	3,676

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,895	6,404	13,282	16,326	20,988
现金及等价物	1,693	2,763	8,434	10,484	14,160
应收款项	693	960	1,631	2,104	2,405
存货净额	2,407	2,540	3,076	3,597	4,282
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	103	141	141	141	141
长期投资	373	4	4	4	4
固定资产	6,414	7,077	8,237	11,897	15,058
无形资产及其他资产	7,035	6,843	6,843	6,843	6,843
资产总计	18,718	20,329	28,366	35,070	42,892
流动负债	3,722	4,051	4,937	5,267	5,702
短期借款	1,192	1,507	2,000	2,000	2,000
应付款项	1,200	1,555	1,948	2,278	2,712
其它流动负债	1,330	990	990	990	990
非流动负债	6,453	5,554	5,754	5,954	6,154
负债合计	10,176	9,605	10,692	11,222	11,856
股本	1,664	1,664	1,900	1,900	1,900
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	407	407	3,343	3,343	3,343
其他综合收益	65	146	146	146	146
盈余公积	204	270	390	587	815
未分配利润	3,811	5,427	8,522	13,573	19,454
少数股东权益	2,390	2,806	3,374	4,300	5,378
股东权益	8,542	10,723	17,674	23,848	31,036
负债和股东权益合计	18,718	20,329	28,366	35,070	42,892

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.93	1.69	2.76	3.22
每股经营现金流	1.16	1.72	2.00	3.61	4.47
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.24	4.17	7.53	10.29	13.50
关键运营指标(%)					
ROIC	6.5	13.2	21.5	28.2	28.1
ROE	13.1	22.3	22.5	26.8	23.8
毛利率	32.6	43.8	53.6	60.5	60.0
EBITDA Margin	39.7	46.7	49.9	59.0	59.9
EBIT Margin	19.4	33.0	43.2	51.3	50.8
营业总收入同比增长	15.2	25.0	39.4	37.5	17.4
归母净利润同比增长	78.2	119.5	82.2	63.3	16.4
资产负债率	54.4	47.3	37.7	32.0	27.6
净资产周转率	1.17	1.14	0.88	0.89	0.79
总资产周转率	0.39	0.44	0.44	0.49	0.47
有效税率	28.1	30.4	30.0	30.0	30.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	74.8	34.1	18.7	11.5	9.8
P/B	9.8	7.6	4.2	3.1	2.3
EV/Sale	9.7	7.8	5.7	4.2	3.6
EV/EBITDA	24.5	16.6	11.3	7.1	6.1
股本	1,664	1,664	1,900	1,900	1,900

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标及服务标记，未经本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。