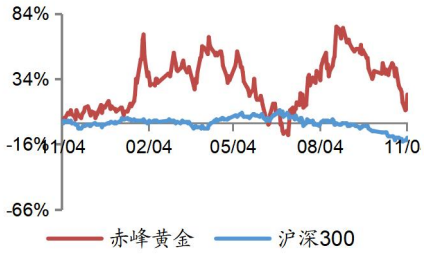
金价高位对冲产销波动，紫金入主有望赋能

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-11-04

收盘价（元）	34.54
近 12 个月最高/最低（元）	51.99/25.00
总股本（百万股）	2,211
流通股本（百万股）	1,664
流通股比例（%）	75.25
总市值（亿元）	764
流通市值（亿元）	575

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

相关报告

1. 业绩受益于金价上行，金矿项目陆续释放 2026-04-07

主要观点：

- **赤峰黄金发布 2026 年三季报**

  赤峰黄金 2026 年前三季度实现营收 100.87 亿元，同比+16.69%；实现归母净利润 22.85 亿元，同比+11.05%；实现扣非归母净利润 22.87 亿元，同比+12.87%。单 26Q3 实现营收 30.69 亿元，同比-8.99%；实现归母净利润 5.53 亿元，同比-41.84%；实现扣非归母净利润 5.48 亿元，同比-40.01%。

- **金价高位对冲产量波动**

  黄金板块，2026 年前三季度公司自产金产/销量分别为 8.91/9.07 吨，同比分别-16.78%/-15.03%；自产金销售单价 974.44 元/克，同比+33.56%；自产金单位营业成本/全维持成本分别为 403.33/494.31 元/克，同比分别+23.40%/+38.71%。铜板块，2026 年前三季度公司电解铜产/销量分别为 7383.57/7402.75 吨，同比分别+52.66%/+51.96%；销售单价 9.29 万元/吨，同比+32.71%。2026 年前三季度公司综合毛利率 55.52%，同比+5.62pcts，金价与铜价上行驱动公司前三季度业绩和盈利能力提升。

- **技改推进+紫金赋能，后续产能有望持续释放**

  吉隆矿业提升系统改造、五龙矿业盲竖井改造、华泰矿业技改及塞班与瓦萨矿山基建设备投入有序推进，26Q3 末公司在建工程达 20.18 亿元，较上年末+159.80%，资产负债率降至 28.95%，较上年末-4.96%。公司更新 2026 年黄金产销量目标为 12.5-13 吨，其中 26Q4 目标产量约 3.5-4 吨；同时紫金黄金已于 2026 年 10 月完成股份交割与 H 股定增并成为公司控股股东，后续技改产能释放与协同增量明确。

- **投资建议**

  我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 34.48/44.77/59.50 亿元（前值为 48.86/60.82/74.96 亿元，考虑产量预期下调），对应 PE 分别为 22.15/17.06/12.84 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示**

  金价大幅波动；产能释放不及预期；海外经营风险；矿山安全及环保风险等。

- **重要财务指标** 单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	12639	14104	16924	21212
收入同比（%）	40.0%	11.6%	20.0%	25.3%
归属母公司净利润	3082	3448	4477	5950
净利润同比（%）	74.7%	11.9%	29.8%	32.9%
毛利率（%）	52.5%	54.5%	54.2%	55.8%
ROE（%）	23.0%	21.6%	22.9%	24.4%
每股收益（元）	1.69	1.56	2.02	2.69
P/E	18.49	22.15	17.06	12.84
P/B	4.43	4.78	3.90	3.14
EV/EBITDA	8.53	9.24	7.19	5.18

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**10251**	**13317**	**18664**	**26431**
现金	6821	8694	13095	19666
应收账款	467	939	1119	1405
其他应收款	68	160	189	238
预付账款	126	253	318	373
存货	2685	3189	3859	4665
其他流动资产	83	83	83	83
非流动资产	**14730**	**14400**	**13837**	**12100**
长期投资	9	9	9	9
固定资产	7075	7099	6917	5543
无形资产	6294	5999	5704	5409
其他非流动资产	1352	1293	1206	1140
资产总计	**24981**	**27718**	**32501**	**38531**
流动负债	**3724**	**3481**	**4107**	**4694**
短期借款	708	784	823	709
应付账款	854	830	1016	1225
其他流动负债	2162	1867	2268	2759
非流动负债	**4747**	**4584**	**4594**	**4601**
长期借款	70	80	89	97
其他非流动负债	4677	4504	4504	4504
负债合计	**8470**	**8065**	**8701**	**9294**
少数股东权益	3095	3676	4229	4890
股本	1900	1900	1900	1900
资本公积	3263	3263	3263	3263
留存收益	8251	10813	14407	19183
归属母公司股东权益	13415	15977	19571	24347
负债和股东权益	**24981**	**27718**	**32501**	**38531**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**5556**	**4156**	**6294**	**7751**
净利润	3447	4028	5031	6611
折旧摊销	1233	1616	1733	1736
财务费用	132	35	37	36
投资损失	80	-8	-117	-143
营运资金变动	585	-1486	-412	-497
其他经营现金流	2941	5486	5465	7115
投资活动现金流	**-2310**	**-1322**	**-1075**	**136**
资本支出	-2327	-1285	-1192	-7
长期投资	-182	0	0	0
其他投资现金流	198	-37	117	143
筹资活动现金流	**972**	**-752**	**-818**	**-1316**
短期借款	-401	76	39	-113
长期借款	-530	10	9	7
普通股增加	236	0	0	0
资本公积增加	2637	0	0	0
其他筹资现金流	-970	-839	-867	-1210
现金净增加额	**4186**	**1873**	**4401**	**6571**

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**12639**	**14104**	**16924**	**21212**
营业成本	6008	6411	7755	9381
营业税金及附加	727	922	914	1148
销售费用	0	1	1	1
管理费用	584	843	1009	1274
财务费用	48	89	45	16
资产减值损失	-225	-9	-17	0
公允价值变动收益	112	0	0	0
投资净收益	-80	8	117	143
营业利润	**4963**	**5752**	**7198**	**9409**
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	38	11	4	5
利润总额	**4926**	**5741**	**7194**	**9404**
所得税	1478	1713	2164	2793
净利润	**3447**	**4028**	**5031**	**6611**
少数股东损益	365	580	553	661
归属母公司净利润	**3082**	**3448**	**4477**	**5950**
EBITDA	6290.98	7446.84	8972.65	11156.18
EPS（元）	1.69	1.56	2.02	2.69

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	40.0%	11.6%	20.0%	25.3%
营业利润	75.7%	15.9%	25.1%	30.7%
归属于母公司净利润	74.7%	11.9%	29.8%	32.9%
获利能力				
毛利率（%）	52.5%	54.5%	54.2%	55.8%
净利率（%）	24.4%	24.4%	26.5%	28.0%
ROE（%）	23.0%	21.6%	22.9%	24.4%
ROIC（%）	20.1%	19.7%	20.2%	21.8%
偿债能力				
资产负债率（%）	33.9%	29.1%	26.8%	24.1%
净负债比率（%）	51.3%	41.0%	36.6%	31.8%
流动比率	2.75	3.83	4.54	5.63
速动比率	1.98	2.82	3.51	4.54
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.54	0.56	0.60
应收账款周转率	23.99	20.07	16.45	16.81
应付账款周转率	7.81	7.61	8.40	8.37
每股指标（元）				
每股收益	1.69	1.56	2.02	2.69
每股经营现金流(摊薄)	2.51	1.88	2.85	3.51
每股净资产	7.06	7.23	8.85	11.01
估值比率				
P/E	18.49	22.15	17.06	12.84
P/B	4.43	4.78	3.90	3.14
EV/EBITDA	8.53	9.24	7.19	5.18

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：黄玺，华安金属&新材料分析师，香港大学金融硕士，覆盖贵金属、基本金属板块。

分析师：许勇其，华安金属&新材料首席分析师，毕业于中南大学，拥有 16 年产业（江铜套保）及金属期货行业投研经历，屡次获得证券时报年度最佳金属分析师，上期所最佳有色金属分析师团队等奖项。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。