

赤峰黄金（600988）深度研究报告

国际化布局的黄金矿企，降本增效扩量稳步推进

- ❖ **黄金行业优秀采选企业，降本增效持续推进。**公司目前拥有5座国内矿山和2座境外金矿，2023年合计保有金金属资源量454吨（国内占比18%），铜金属48万吨，矿产金产量14.35吨、电解铜产量6485吨，实现营业收入72.21亿元，归母净利润8.04亿元。公司近年持续降本增效，23年全维持成本267.17元/克，同比下降12%，24年Q1-Q3克金销售成本281.55元，同比下降1.7%。
- ❖ **国内矿山品位高、资源丰富，大型化扩建有序推进。**2023年，国内矿山保有金金属资源量80吨，黄金产量3.3吨。1) **吉隆矿业（100%）**：国内少有高品位富矿床，23年金金属资源量15.58吨，采矿量15.4万吨，产金1.39吨，24年7月选矿产能由18万吨提升至30万吨，规划25年底前将采矿产能提升至30万吨；2) **五龙矿业（100%）**：23年金金属资源量23.62吨，采矿量57.7万吨，产金1.89吨，规划24年底采选产能提升至70万吨；3) **锦泰矿业（45.9%）**：23年金金属资源量14.14吨，一期采选规模14万吨/年，二期规划采选规模80-100万吨，计划未来年产金1.2吨；4) **华泰矿业（100%）**：2021年技改停产，预计2027年逐步恢复采矿生产；5) **瀚丰矿业（100%）**：布局锌铅铜钼资源，当前立山矿66万吨/年扩建项目预计24年底投产，东风矿钼生产已经重启，未来多金属矿将增厚公司业绩。
- ❖ **海外矿山整合加速布局，未来增量空间广阔。**2023年，海外矿山保有金金属资源量374吨，黄金产量11吨。1) **万象矿业塞班铜金矿（90%）**：23年金金属资源量为55.5吨，铜金属量46.4万吨，选矿回收率66.5%，生产黄金6吨，铜6485吨，净利润2.9亿元，矿山金AISC1330美元/盎司，24年计划产金6.20吨和产铜5305吨，未来预期年处理矿石300万吨，回收率提升至80%，计划25年地下采矿产能从目前53.6万吨提升至80.6万吨，并开启Kharong矿区铜生产，当前再磨项目和树脂浸出选矿项目或推动成本进一步下降；2) **金星瓦萨金矿（55.8%）**：23年金金属资源量318吨，黄金产量5.10吨，净利润1237万元，AISC为1197美元/盎司。当前瓦萨金矿露天开采重启，并推动井下掘进和采矿效率提升，24年或进入年产金6吨以上行列，“双万计划”预计3-5年产黄金达10吨及以上，规划28年产金35.3万盎司（约折12.5吨）。
- ❖ **拓展稀土新材料产业，有望增厚公司业绩。**公司子公司赤金厦钨以总价约1,896.30万美元收购老挝稀土矿90%权益，目前赤金厦钨已完成老挝川圹省勐康稀土矿项目收购及全面接收，计划混合稀土氧化物3,675吨/年，已开始产出少量稀土矿半成品，伴随稀土矿价格企稳抬升，有望增厚公司业绩。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司2024-2026年实现归母净利润分别为16.4、20.2、22.2亿元，分别同比+104%、+23%、+10%。我们选取山东黄金、中金黄金、山金国际、湖南黄金为可比公司，2025年可比公司平均估值16倍，我们给予公司2025年16倍估值，对应目标价19.4元，首次覆盖，给予“推荐”评级
- ❖ **风险提示：**公司项目扩产不及预期；金属价格大幅波动；公司成本大幅提升。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	7,221	9,065	10,572	11,617
同比增速(%)	15.2%	25.5%	16.6%	9.9%
归母净利润(百万)	804	1,640	2,016	2,217
同比增速(%)	78.2%	104.0%	23.0%	10.0%
每股盈利(元)	0.48	0.99	1.21	1.33
市盈率(倍)	33	16	13	12
市净率(倍)	4.3	3.5	2.8	2.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年12月26日收盘价

推荐（首次）

目标价：19.4元

当前价：16.07元

华创证券研究所

证券分析师：马金龙

邮箱：majinlong@hcyjs.com

执业编号：S0360522120003

证券分析师：刘岗

邮箱：liugang@hcyjs.com

执业编号：S0360522120002

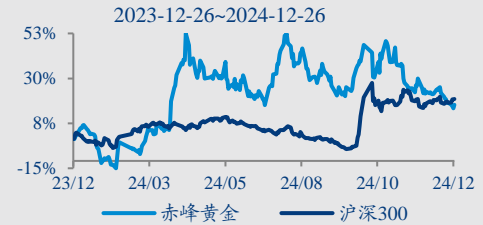
联系人：李梦娇

邮箱：limengjiao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	166,391.14
已上市流通股(万股)	166,391.14
总市值(亿元)	267.39
流通市值(亿元)	267.39
资产负债率(%)	50.74
每股净资产(元)	4.28
12个月内最高/最低价	21.01/11.76

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本报告分国内与海外两个板块详细梳理了公司现有各矿山的发展历程、资源情况、业绩表现，并通过在建或获批扩产工程情况分析矿山未来发展潜力，当前公司国黄金主业积极推动境内外矿山的扩建、降本等工作，非金业务方面拓展稀土新材料产业来增厚公司业绩。

投资逻辑

一、快速成长的国际化黄金生产商，全球化布局展宏图。 1.公司快速成长，2020年贯彻“以金为主”发展战略，专业从事黄金生产，业务迈向国际；2.公司业务布局海内外，矿产金产销量稳健增长；3.公司持续降本增效，克金成本总体整体呈下滑趋势；4.公司财务整体稳健，2023年归母净利润创历史新高。

二、黄金资产：全球化布局，增量空间广阔。 1.国内矿山品位高，2023年金金属资源量80吨，占比18%，合计产金3.3吨，近年来降本成效显著，23年销售成本152.69元/克，同比下降17.24%，当前大型化扩建有序推进中；2.海外矿山资源加速布局，2023年金金属资源量374吨，占比82%，老挝塞班金铜矿，年产金6吨左右，成本有望持续下降，加纳瓦萨金矿“双万计划”，或将打造10吨以上大型金矿，未来增量空间广阔。

三、拓展稀土新材料产业，有望增厚公司业绩。 1.拓展稀土产业，多方布局公司业务，接收新项目产出稀土半成品，有望增厚公司业绩；2.资源综合回收利用业务持续推进，废弃电子年处理量不断增加，但对公司整体利润贡献较小。

四、黄金：逆全球化趋势下的降息周期，金价有望走向长牛。 我们认为逆全球化趋势下随着美元信用体系弱化，央行购金支撑黄金长期需求。地缘政治和金融环境变得日益错综复杂，使黄金储备管理比以往任何时候都更具现实意义。截止2024年Q2，中国央行黄金/总外汇储备占比4.91%，中国央行黄金储备仍有上行空间，同时降息周期助推黄金的投资需求走强。

关键假设、估值与盈利预测

我们假设：产量上：假设2024-2026年公司矿产金产量分别为15.7吨、17.3吨、18.9吨，电解铜产量为5305吨、8000吨、10000吨，产销率为100%；价格上：假设2024-2026年黄金市场价分别为550、580、580元/克；成本上：假设2024-2026年公司整体矿产金销售成本分别为291元/克、289元/克、287元/克，电解铜销售成本分别为5.72、5.84、5.95万元/吨。

考虑其他业务，预计公司2024-2026年实现归母净利润分别为16.4、20.2、22.2亿元，分别同比+104%、+23%、+10%。

公司是一家快速成长的国际化黄金生产商，依托全球化业务布局，矿山增量空间大。选取山东黄金、中金黄金、山金国际、湖南黄金为可比公司，根据可比公司PE估值均值16倍，给予公司2025年16倍市盈率，目标价19.4元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、 快速成长的国际化黄金生产商，全球化布局展宏图	6
（一） 快速成长的国际化黄金生产商	6
（二） 业务布局海内外，矿产金产销量稳健增长	7
（三） 公司持续降本增效，综合克金成本有所下滑	8
（四） 公司财务整体稳健，归母净利润创历史新高	10
二、 黄金资产：全球化布局，增量空间广阔	12
（一） 国内矿山品位高、资源丰富，规模扩建有序推进	13
1、 吉隆矿业：本部撰山子金矿经营情况良好，扩建项目稳步推进	13
2、 五龙矿业：资源品位基本平稳，日均选矿量有望稳步提升	14
3、 华泰矿业：当前停产技改中，2027年有望复产	16
4、 锦泰矿业：溪灯坪金矿一期爬产中，二期项目未来或带来1.2吨增量	17
5、 瀚丰矿业：非金资源丰富，有望增厚公司业绩	18
（二） 海外矿山资源加速布局，未来增量空间广阔	19
1、 万象矿业：老挝塞班金铜矿，年产金6吨左右，成本有望持续下降	19
2、 金星瓦萨：加纳瓦萨金矿双万计划，或将打造10吨以上大型金矿	21
三、 拓展稀土新材料产业，有望增厚公司业务	26
（一） 拓展稀土新材料产业，有望增厚公司业绩	26
（二） 废弃电子年处理量不断增加，对整体利润影响较小	27
四、 黄金：逆全球化趋势下的降息周期，金价有望走向长牛	28
（一） 央行购金支撑黄金长期需求，中国央行黄金储备仍有上行空间	28
（二） 降息周期助推投资需求走强	29
五、 盈利预测及估值分析	31
六、 风险提示	33

图表目录

图表 1	赤峰黄金发展历程	6
图表 2	赤峰黄金股权结构图（截至 2024 年 11 月）	7
图表 3	赤峰黄金矿山金产销量	7
图表 4	赤峰黄金电解铜产销量	7
图表 5	赤峰黄金铅精粉产销量	8
图表 6	赤峰黄金锌精粉产销量	8
图表 7	公司整体矿产金单位成本	8
图表 8	公司国内矿山矿产金单位成本	9
图表 9	万象矿业矿产金单位成本（单位：美元/盎司）	9
图表 10	金星瓦萨矿产金单位成本（单位：美元/盎司）	9
图表 11	营业收入及同比增长率	10
图表 12	归母净利润及同比增长率	10
图表 13	主营业务收入结构	10
图表 14	主营业务毛利结构	10
图表 15	毛利率及净利率	11
图表 16	ROE	11
图表 17	现金流情况	11
图表 18	资产负债率	11
图表 19	赤峰黄金主要矿山分布及基本情况	12
图表 20	赤峰黄金主要矿山资源量情况	12
图表 21	吉隆矿业股权结构图（截至 2024 年半年报）	13
图表 22	吉隆矿业整体矿貌	13
图表 23	吉隆矿业历史采矿与生产情况	13
图表 24	吉隆矿业营业收入与净利润	14
图表 25	吉隆矿业撰山子金矿矿山品位变化	14
图表 26	五龙矿业股权结构图	15
图表 27	辽东地区早白垩世伸展构造、岩浆岩及金矿	15
图表 28	五龙矿业历史采矿及生产情况	15
图表 29	2018-2024H1 五龙矿业营收与净利润	16
图表 30	2018-2023 五龙矿业资源品位较为平稳	16
图表 31	2018-2024H1 华泰矿业营收与净利润	17
图表 32	2018-2023 华泰矿业资源品位	17
图表 33	锦泰矿业股权结构图	17

图表 34	溪灯坪金矿地质简图	18
图表 35	锦泰矿业 2021-2023 年净利润和收入	18
图表 36	瀚丰矿业产品产量情况	19
图表 37	瀚丰矿业营业收入及净利润	19
图表 38	塞班 铜金矿股权结构	20
图表 39	塞班 铜金矿位置	20
图表 40	塞班铜金矿 金铜产量情况	20
图表 41	万象矿业经营业绩情况	21
图表 42	万象矿业黄金成本情况（美元/盎司）	21
图表 43	瓦萨金矿股权结构图	22
图表 44	瓦萨金矿主要采矿权及探矿权	22
图表 45	金星瓦萨主要采矿权及勘探区域情况	22
图表 46	收购时瓦萨金矿主要采矿权及探矿权	22
图表 47	2005-2018 年瓦萨金矿年均产金约 3.87 吨	23
图表 48	2018-2023 年瓦萨年均产金约 4.75 吨	23
图表 49	瓦萨金矿山现金成本及 AISC 成本情况	24
图表 50	受金属流业务限制，金星资源售价低于市场价	24
图表 51	金星资源经营业绩情况	24
图表 52	赤峰黄金稀土业务股权结构图	26
图表 53	老挝川圹省勐康稀土矿保有资源情况	26
图表 54	2020-2023 广源科技废弃电子电器产品处理量	27
图表 55	2020-2023 广源科技残次品处理量	27
图表 56	2018-2024H1 年广源科技营业收入与净利润	27
图表 57	2018-2023 年公司资源综合回收利用业务	27
图表 58	2024 年前三个季度全球央行购金仍处于近十年均值上方	28
图表 59	全球黄金季度需求细分项中央行购金需求近年来逐步上升	28
图表 60	中国央行黄金储备近年来稳步上升	29
图表 61	中国央行黄金储备占比排名 top50	29
图表 62	2024 年 Q3 黄金 ETF 净流入推升需求增长	29
图表 63	历次降息日后 365 日内金价大多表现强势	30
图表 64	赤峰黄金业务拆分	31
图表 65	可比公司估值分析	32

一、快速成长的国际化黄金生产商，全球化布局展宏图

赤峰黄金主要在全球范围内从事黄金的采、选和销售业务。公司拥有中国、东南亚和西非的 7 个矿业投资项目和 1 个资源综合回收利用项目，矿业投资项目包括中国境内的吉隆矿业-撰山子金矿、五龙矿业-五龙金矿、华泰矿业-红花沟金矿、锦泰矿业-溪灯坪金矿、瀚丰矿业-天宝山锌铅铜钼多金属矿，境外的万象矿业-塞班金铜矿、金星资源-瓦萨金矿，资源综合回收利用项目是位于中国安徽省合肥市的广源科技，从事的废弃电器电子产品拆解业务。

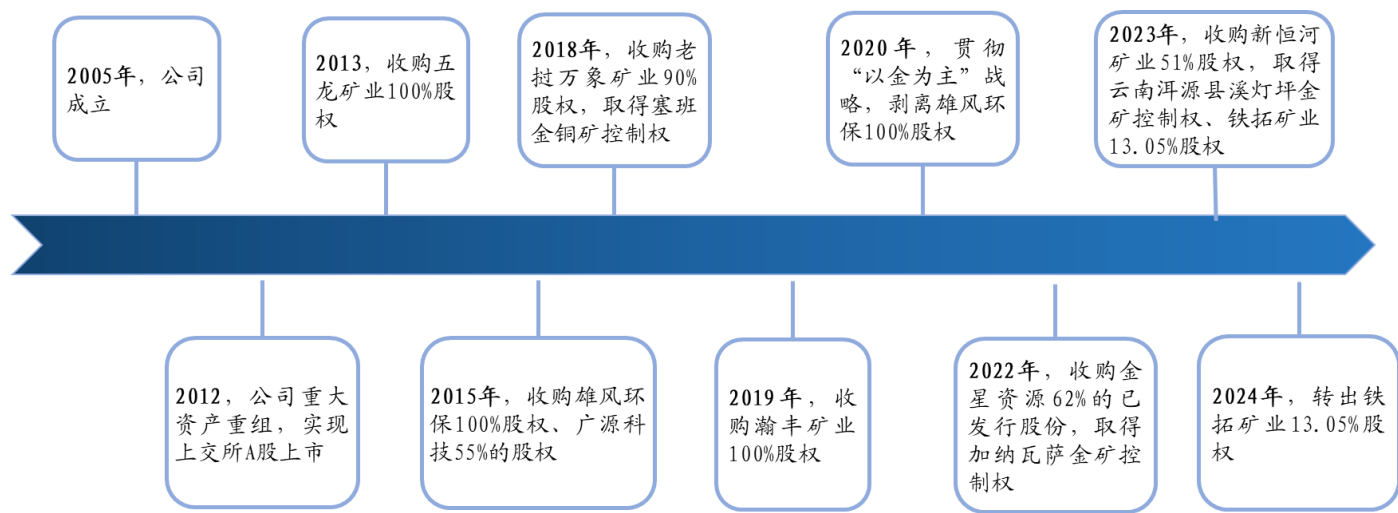
（一）快速成长的国际化黄金生产商

赤峰黄金成立于 2005 年，公司通过赤峰市国有破产企业“招拍挂”获得原赤峰市红花沟金矿和敖汉旗撰山子金矿的产权，注册成立了赤峰华泰矿业和赤峰吉隆矿业；

公司借壳上市，实行黄金采选及资源回收多元战略。2012 年，赤峰黄金通过借壳 ST 宝龙在上交所成功上市，上市后，公司相继收购五龙矿业、万象矿业、瀚丰矿业等黄金采矿业务资产及雄风环保、广源科技等资源回收利用业务的企业；

锚定黄金采选业务，加速境内外业务新篇章。2020 年，公司贯彻“以金为主”的发展战略，聚焦黄金业务，剥离非矿业务；2022 年，公司继 18 年收购老挝万象后，再收购海外重要黄金矿业公司金星资源；2023 年，公司收购新恒河矿业再拓国内黄金业务；2024 年，公司子公司将持有的铁拓矿业西非科特迪瓦 Abujar 金矿的全部权益转让给招金矿业。

图表 1 赤峰黄金发展历程

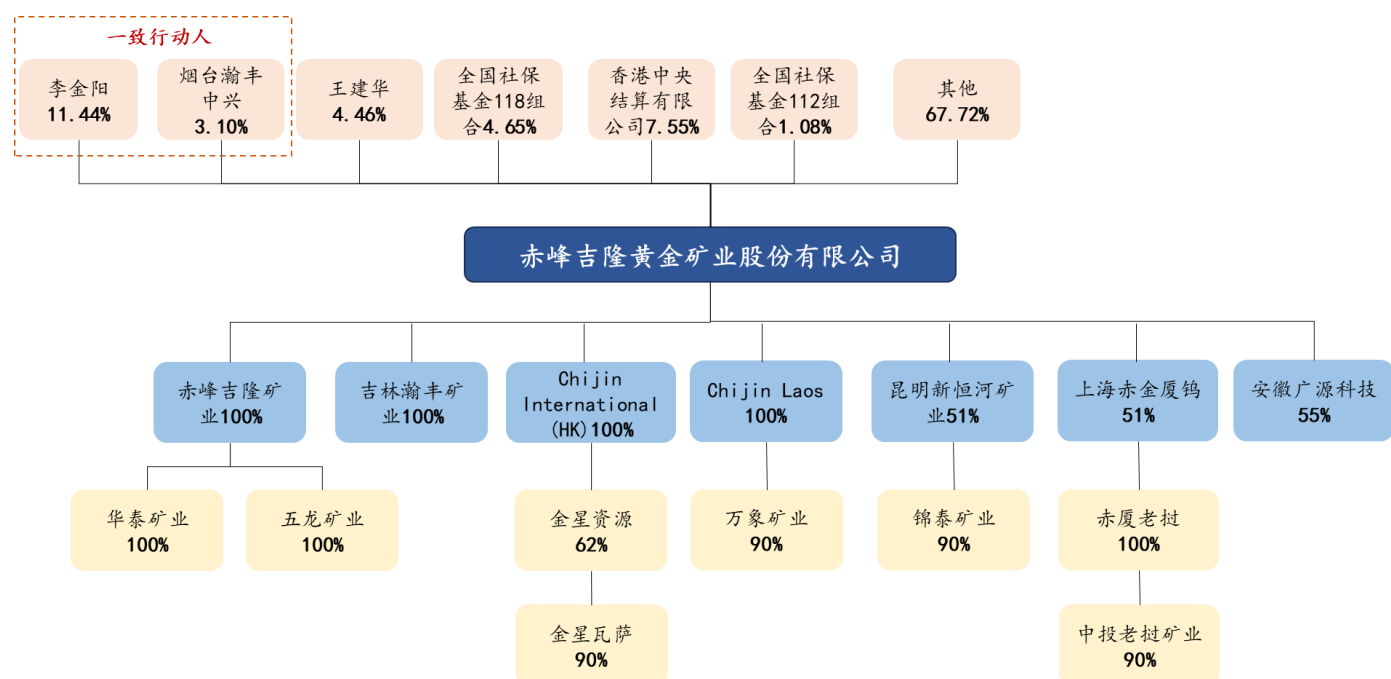


资料来源：公司官网，华创证券

李金阳为实际控制人和第一大股东，合计持有公司 14.54% 权益。截至 2024 年 Q3，李金阳女士为公司实际控制人，个人持有公司 11.44% 的股权，其一致行动人烟台瀚丰中兴管理咨询中心持有股权 3.10%，合计持有 14.54%。董事长王建华先生在出让部分股权后目前持有 4.46% 的股份。

截至 2024 年三季度，公司共拥有 22 家参股及控股公司，其中黄金采选业务公司包括吉隆矿业、瀚丰矿业、华泰矿业、五龙矿业、金星资源、万象矿业、新恒河矿业等。

图表 2 赤峰黄金股权结构图（截至 2024 年 11 月）

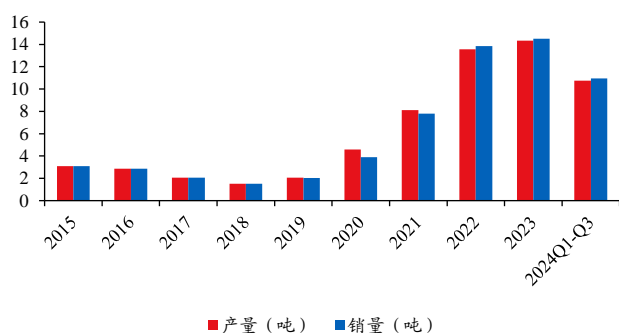


资料来源：公司公告，Wind，华创证券

（二）业务布局海内外，矿产金产销量稳健增长

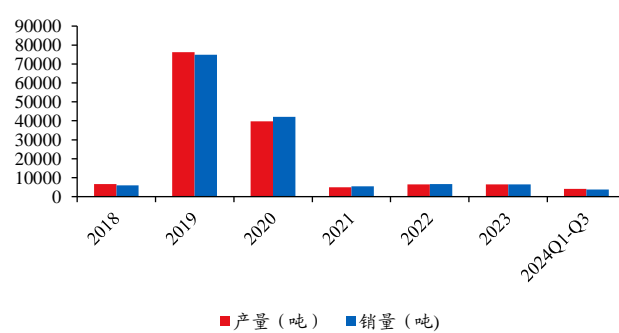
赤峰黄金近年来在国内外双重布局黄金业务，矿产金产销量稳健增长。公司矿产金主要来自吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业、金星瓦萨、新恒河矿业和万象矿业。2013 年收购五龙金矿为矿产金产量的提升奠定了基础；受市场波动、矿品位变化及国内安全环保政策调整等多重因素影响，公司在 2015 至 2018 年期间产量有所波动；2020 年后，公司锚定“以金为主”战略，得益于海外矿山塞班金矿的增产以及 2022 年加纳瓦萨金矿的并表，公司矿产金产量实现快速增长，2022 年-2023 年矿产金产量分别达到 13.57 吨、14.35 吨，分别同比增长 67.6%、5.8%，其中国内黄金矿山 2023 年产金 3.32 吨，同比增长 43.1%，境外黄金矿山 2023 年产金完成 11.03 吨，同比减少 2.0%，主要系 2023 年 3 季度金星瓦萨遭遇了特大洪水灾害，对高品位采矿生产造成较大影响。2024 年前三季度，公司矿产金产量 10.75 吨，同比+5.05%。

图表 3 赤峰黄金矿山金产销量



资料来源：公司公告，华创证券

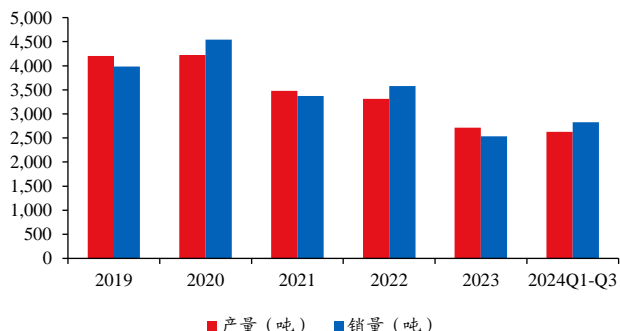
图表 4 赤峰黄金电解铜产销量



资料来源：公司公告，华创证券

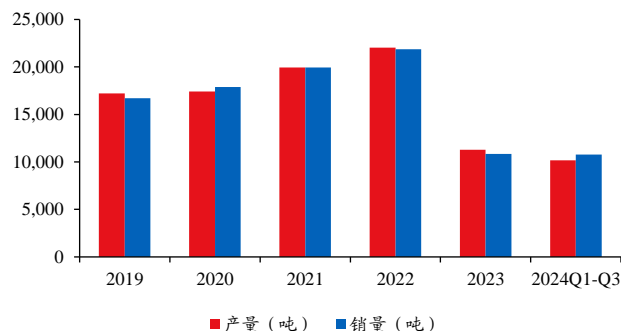
此外，公司还有铅锌铜钼产品，近三年铜产量基本平稳。公司铅锌钼主要由瀚丰矿业生产，受瀚丰矿业 2023 年立山铅锌矿技改以及竖井建设均处进行中、钼矿技改完成且效果良好的影响，2023 年公司铅精粉/锌精粉/钼精粉产量分别为 2716 吨、11287 吨、206 吨，分别同比-18.03%、-48.79%、+395.03%。电解铜主要由万象矿业生产，2021 年由于万象矿业转往主要生产黄金，铜矿产量大幅下降到 6000 吨左右基本保持平稳。2023 年，公司电解铜产量 6485 吨，同比增长 0.81%，2024 年前三季度，公司电解铜产量 4025 吨，同比-18.45%。

图表 5 赤峰黄金铅精粉产销量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 赤峰黄金锌精粉产销量

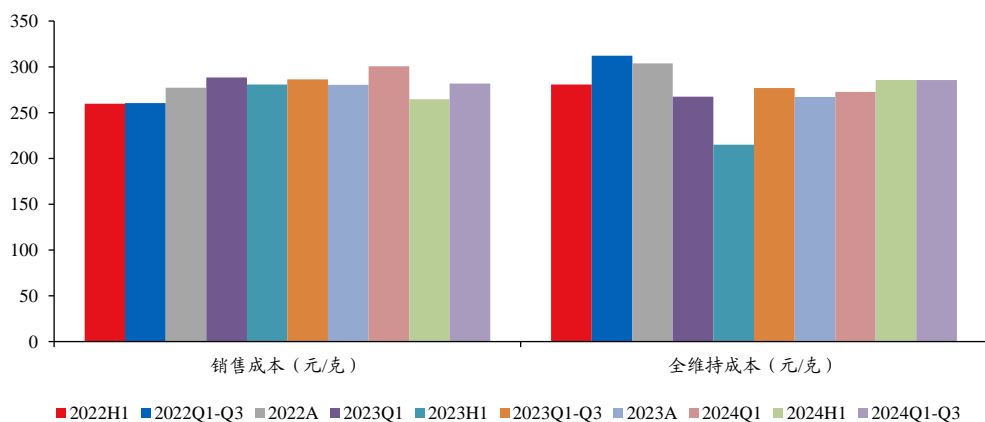


资料来源：公司公告，华创证券

（三）公司持续降本增效，综合克金成本有所下滑

整体矿产金成本情况：自 2022 年上半年以来，公司整体矿产金单位成本较为稳定，短期间有所波动，2023 年全维持成本同比下降。2023 年赤峰黄金整体矿产金单位销售成本 280.2 元/克，同比增加 3.12 元/克，较 2022 年同比增加 1.13%；现金成本 210.75 元/克，同比增加 1.84%；全维持成本（AISC）267.17 元/克，同比下降 12%。2024 年前三季度矿产金整体销售成本小幅下滑，具体数据来看，单位销售成本 281.55 元/克，同比减少 1.7%；全维持成本（AISC）285.53 元/克，同比增长 3.1%。

图表 7 公司整体矿产金单位成本

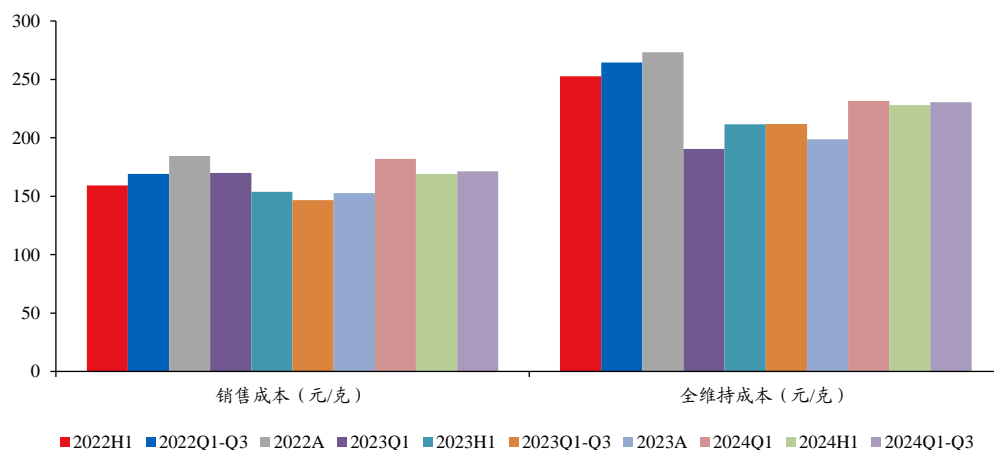


资料来源：公司公告，华创证券

国内矿山克金成本：从历史数据看，公司国内矿山矿产金单位成本近年来降本成效显著，2023 年现金成本和全维持成本数据总体低于 2022 年各期。得益于开采方式的改进以及

多个技改项目的陆续完成，2023 年国内矿山矿产金采选单位成本降本成效显著，具体来看，销售成本 152.69 元/克，同比下降 17.24%，现金成本 168.78 元/克，同比下降 15.94%，全维持成本 198.81 元/克，同比下降 27.23%。2024 前三季度国内矿山矿产金采选成本有所上升，单位销售成本及全维持成本分别为 171.16 元/克、230.52 元/克，分别同比 2023 年同期+16.72%、+8.88%，主要因掘进、探矿及采矿等工作量同比增加，但品位略有下降导致产量增加幅度较小，平均成本有所提升。

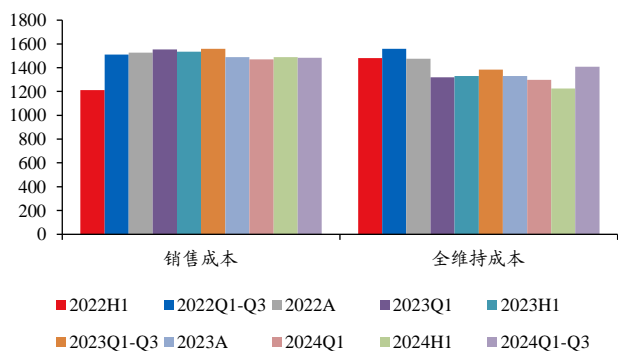
图表 8 公司国内矿山矿产金单位成本



资料来源：公司公告，华创证券

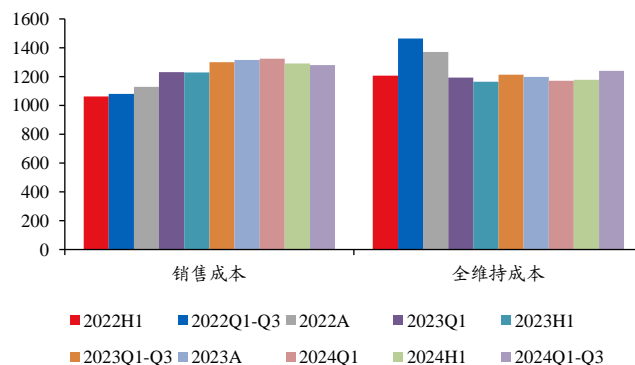
海外矿山克金成本：两座海外矿山销售成本降本明显。万象矿业采用竞争性原料采购降本、进行选矿技术攻关提高选矿回收率，23 年销售成本 1489.89 美元/盎司，现金成本 1024.55 美元/盎司，全维持成本 1330 美元/盎司，分别同比 2022 年-2.48%、-5.93%、-9.95%。金星瓦萨受能源和劳动力价格上涨等其他成本增加、品位与产量波动（处理低品位矿石、产量下滑时成本易上涨）等影响，2023 年销售成本 1315.47 美元/盎司，现金成本 939.12 美元/盎司，分别同比上年+16.51%、+18.94%，而受到内部竞争机制的影响，掘进工程效率不断提高，2023 年实现全维持成本 1197.13 美元/盎司，同比下降 12.70%。2024 前三季度万象矿业单位销售成本 1482.97 美元/盎司、全维持成本 1408.26 美元/盎司，分别较上年同期-4.95%、+1.68%。金星瓦萨 2024 前三季度矿产金单位销售成本 1278.69 美元/盎司、全维持成本 1240.78 美元/盎司，分别同比上年同期-1.65%、+2.21%。

图表 9 万象矿业矿产金单位成本 (单位：美元/盎司)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 金星瓦萨矿产金单位成本 (单位：美元/盎司)

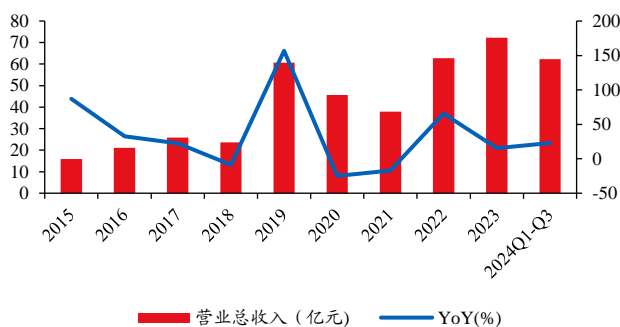


资料来源：公司公告，华创证券

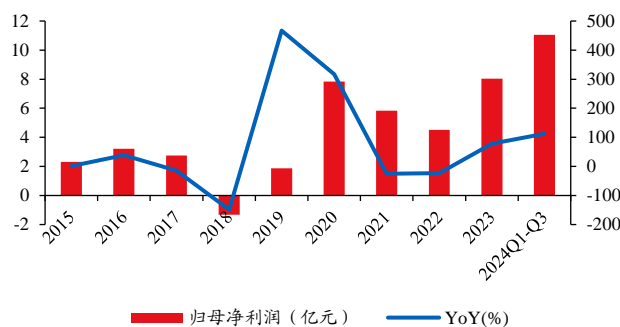
（四）公司财务整体稳健，归母净利润创历史新高

公司营业收入创历史新高，归母净利润大幅提升。近年来，赤峰黄金总体营业收入呈整体上升趋势，2023 年实现营业收入 72.21 亿元，同比增长 15.23%，达到历史最优水平；归母净利润近年来表现良好，除 2018 年受海外矿山收购等因素的影响为负，其余年份均未出现亏损，尤其是近年来实施“以金为主”策略后，公司净利润整体有较大提升，2023 年归母净利润 8.04 亿元，同比增长 78.21%，创年度净利润历史新高。2024 前三季度，公司业绩再上新台阶，营业收入 62.23 亿元，同比增长 22.93%，归母净利润 11.05 亿元，同比增长 112.59%。

图表 11 营业收入及同比增长率



图表 12 归母净利润及同比增长率



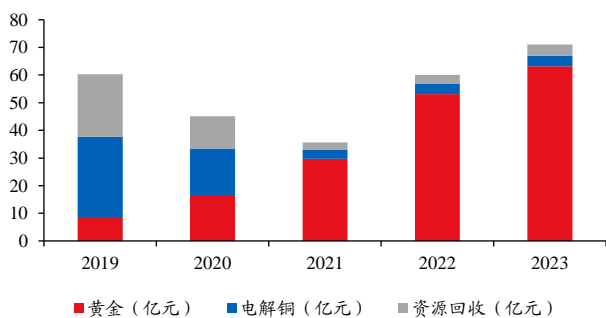
资料来源：公司公告，华创证券

资料来源：公司公告，华创证券

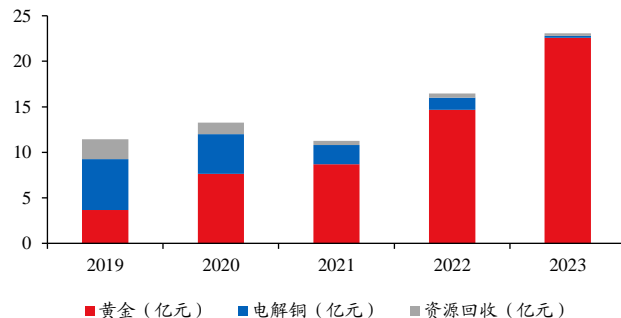
黄金仍为核心业务，其他业务占比渐小。2023 年，公司黄金业务收入达 63.22 亿元，同比增长 19.2%，主营业务收入占比 87.55%，今年占比呈增长趋势，主要受益于公司“以金为主”经营策略的转变；此外，公司电解铜收入 3.82 亿元，同比下降 3.0%，主营业务收入占比 5.28%；资源回收业务收入 3.98 亿元，同比增长 30.4%，主营业务收入占比 5.52%。与上年相比，黄金业务的显著增长是公司营收增长的主要驱动力，从历史趋势来看，黄金业务始终占据公司营收的主导地位，且近年来呈现稳步增长态势。

公司的毛利结构同样以黄金业务为主，近年来增长态势明显。2023 年公司黄金业务毛利 22.57 亿元，同比增长 53.9%，主营业务毛利占比 96.1%，贡献了营业利润的绝大部分；电解铜业务毛利 0.23 亿元，主营业务毛利占比 0.98%，资源回收业务毛利 0.27 亿元，主营业务毛利占比 1.16%，与黄金业务相比，电解铜等其他业务占比均较小。总体来看，黄金业务是公司盈利的主要来源，近年来保持强劲增长势头，成为公司盈利的绝对主力。

图表 13 主营业务收入结构



图表 14 主营业务毛利结构

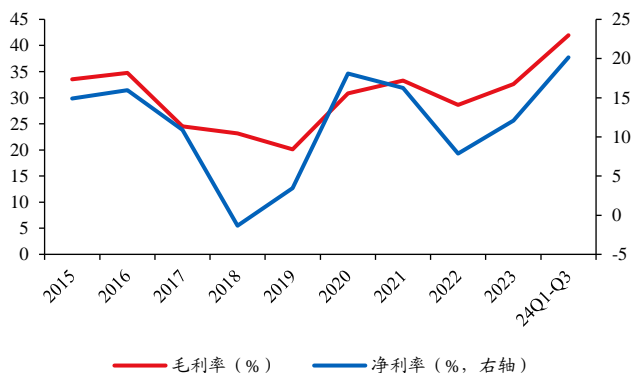


资料来源：公司公告，华创证券

资料来源：公司公告，华创证券

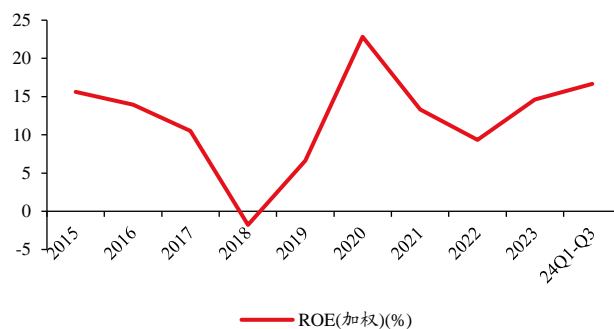
盈利指标 2023 年表现较好，盈利能力稳步攀升中。近年来赤峰黄金盈利能力稳步增长，2023 年实现毛利率 32.58%，同比增长 3.94pct，净利率 12.06%，同比增长 4.18pct，ROE 为 14.61%，同比增长 5.25pct，总体来看，赤峰黄金盈利能力正在稳步攀升中，2024 前三季度公司毛利率 41.96%，净利率 20.15%，ROE(加权)为 16.66%，分别同比+11.19pct、+9.18pct、+6.26pct，业绩表现优秀。

图表 15 毛利率及净利率



资料来源：公司公告，华创证券

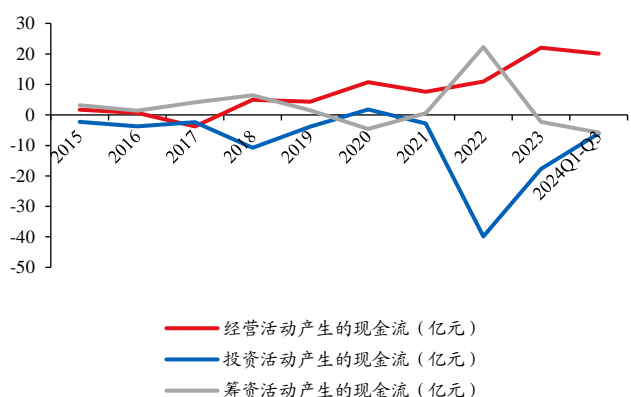
图表 16 ROE



资料来源：公司公告，华创证券

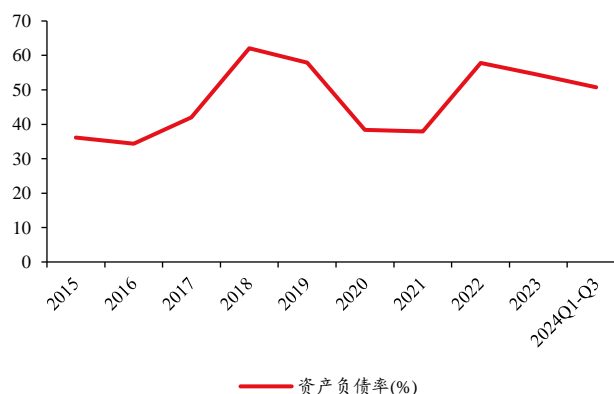
赤峰黄金偿债能力稳健，现金流情况良好。赤峰黄金资产负债率总体稳定，大体处于 40%-60%的合理区间范围内，反映了公司稳健的偿债能力和抗风险能力。**现金流方面**，公司经营活动产生的现金流总体为正并呈现上升趋势，反映了公司良好的自我造血能力，未来持续发展有足够的资金支持。2023 年公司投资活动现金流虽较上年有所上升，但仍为净流出，主要的原因因为海外矿山收购产生的投资支出。筹资方面，2022 年筹资现金流 22.25 亿元，随后 2023 年转为-2.281 亿元，总体反映了公司筹资发债后偿还债务、支付股利等正常经营所需。总体来看，赤峰黄金偿债能力稳健，现金流情况良好，有较强的风险承受能力和持续经营能力。

图表 17 现金流情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 资产负债率



资料来源：公司公告，华创证券

二、黄金资产：全球化布局，增量空间广阔

截至 2023 年，公司拥有 5 座国内金矿和境外 2 座金矿，保有金金属资源量 454 吨。在国内，赤峰黄金核心金矿资源金属量已达到约 80 吨，主要分布于吉隆矿业、华泰矿业及五龙矿业等子公司；境外，公司依托万象矿业、金星资源旗下矿山。截至 2023 年，赤峰黄金旗下矿山合计保有金属资源量分别为：金金属 454 吨（国内与海外分别占比 18%与 82%），铜金属 48 万吨、锌金属 55 万吨、铅金属 2.6 万吨、钼金属 7.8 万吨。

图表 19 赤峰黄金主要矿山分布及基本情况



资料来源：公司公告，华创证券整理

图表 20 赤峰黄金主要矿山资源量情况

矿山名称	主要品种	资源量(百万吨)	品位(g/t,%)	年产量(万吨)	资源剩余可开采年限	资源折金属量(金:吨,其余:万吨)	23年净利润(亿元)
五龙矿业	黄金	3.04	7.77	10	30	23.6	3.37
吉隆矿业撰山子金矿	黄金	1.53	10.18	18	8.5	15.6	5.42
华泰矿业红花沟金矿	黄金	3.81	7.01	18.89	20	26.7	-0.44
锦泰矿业溪灯坪金矿	黄金	11.05	1.28	14		14.1	0.13
万象矿业塞班金铜矿	黄金	15	3.7	300	5+	55.5	2.87
	铜	58	0.8	150		46.4	
金星瓦萨	黄金	92.8	3.43	270	34	318.3	0.12
瀚丰矿业立山矿	锌		2.77			55.3	0.084
	铜	19.95	0.08	60	33	1.6	
	铅		0.13			2.6	
瀚丰矿业东风矿	钼	65.36	0.12	9.9	7	7.8	

资料来源：公司公告，华创证券 注：吉隆矿业撰山子金矿净利润为吉隆矿业公司净利润，包含五龙矿业的分红

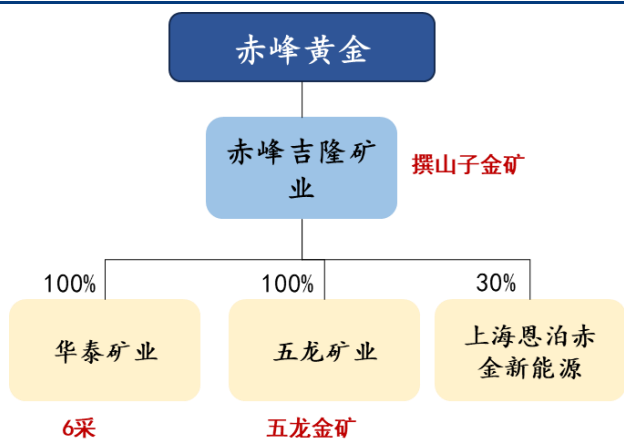
（一）国内矿山品位高、资源丰富，规模扩建有序推进

1、吉隆矿业：本部撰山子金矿经营情况良好，扩建项目稳步推进

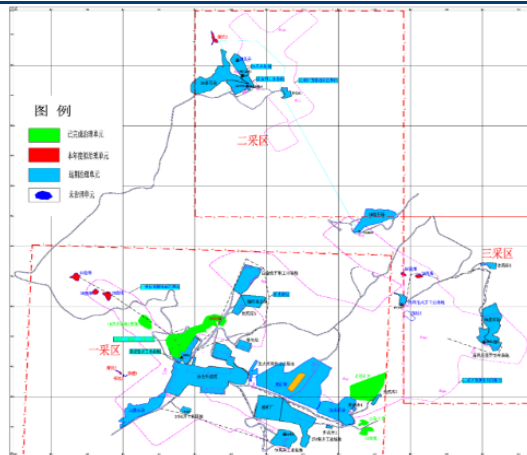
2012 年收购吉隆矿业 100% 股权，重大资产重组后实现上交所上市。2012 年，中国证券监督管理委员会核准 ST 宝龙进行重大资产重组，核准其向赵美光、赵桂香等发行股份，收购吉隆矿业 100% 股权，总计 1.84 万股股份。收购举措完成后，公司实现上海证券交易所上市，并成功进军有色金属采选行业，当前，吉隆矿业旗下包括吉隆矿业本部、五龙矿业、华泰矿业等资产，其中本部的核心资产为撰山子金矿。

撰山子金矿为国内少有的高品位富矿床，保有金金属资源量 15.58 吨，品位 10.18 克/吨。撰山子金矿成立于 1958 年，位于赤峰市东约 70km，属于敖汉旗政府管辖，矿区位于中国最重要的巨型黄金成矿带之一，2023 年拥有 2 宗采矿权，1 宗探矿权，矿权面积约 28 平方公里，矿区矿石品位高，采矿难度小，成本低，矿山深部具备较好资源前景，2022 年吉隆矿业首次在外围探矿区域经钻探均见到多条新工业矿体，特别是阳坡盲井最深部 8、9、10 中段见到有一定规模、且品位较高矿体。

图表 21 吉隆矿业股权结构图（截至 2024 年半年报）



图表 22 吉隆矿业整体矿貌



资料来源：吉隆矿业《赤峰吉隆矿业有限责任公司撰山子金矿 2023 年度矿山地质环境治理与土地复垦计划书》

资料来源：Wind，华创证券

2021-2023 年吉隆矿业采矿主要在 1、2、3 号采区，采矿量为 13.8 万吨、15.3 万吨、15.4 万吨，选矿回收率稳定在 96% 以上，21-23 年黄金产量为 1.05 吨、0.92 吨、1.39 吨，销量为 1.1 吨、0.9 吨、1.4 吨。

图表 23 吉隆矿业历史采矿与生产情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 Q1
采矿量 (万吨)	13.8	15.3	15.4	0.35
原矿处理量 (万吨)	14.4	15.3	15.3	3.3
原矿品位 (克/吨)	7.51	6.23	9.33	6.56
回收率 (%)	97.08%	96.61%	97.66%	96.67%
金-产量 (吨)	1.05	0.919	1.39	0.21
金-销量 (吨)	1.1	0.9	1.4	0.2
销售均价 (元/克)	371.4	397.3	455.8	495.9

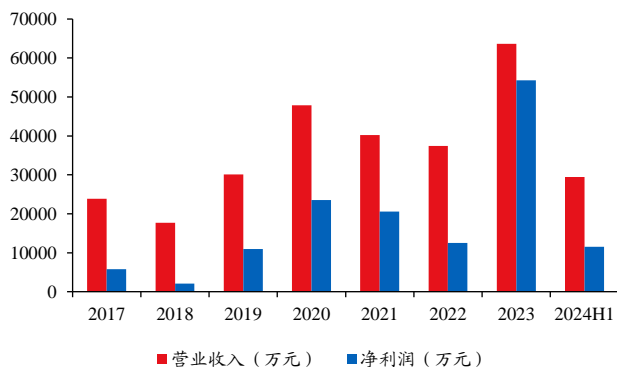
资料来源：公司公告，华创证券

吉隆矿业持续加强外围和深度资源勘探，探转采推动矿山采矿产能从 12 万吨增加至 18 万吨/年，预计 25 年底采矿产能提升至 30 万吨。2023 年底吉隆矿业将敖汉旗撰山子金矿四采区勘探、五采区勘探、六采区勘探及七采区勘探四项探矿权转换为一项采矿权，矿山为地下开采，产能为 6 万吨/年，推动吉隆矿业矿山产能由 12 万吨/年提升至 18 万吨/年。2024 年 7 月，吉隆矿业敖汉旗撰山子金矿 6 万吨/年地下开采建设项目顺利通过自治区发改委评审，总投资 1.3775 亿元，矿区面积约 5.40 公顷，建设内容为构建采矿井巷与工业场地设施以及配套建设公辅设施，项目建成后预计可实现年均利税总额 8761.13 万元/年，利润总额 8122.83 万元/年，税后利润 6092.12 万元/年。根据《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司申请版本（第一次呈交）全文档案》，公司预计于 2025 年底前将采矿产能提升至 30 万吨。

新增 18 万吨金矿石选矿扩建项目于 24 年 7 月正式生产，选矿产能提升至 30 万吨/年。吉隆矿业新增 18 万吨金矿石选矿扩建项目于 2022 年 11 月正式开工，选矿厂采用国内领先选矿控制技术，达到全流程智能控制、无人值守要求，预期选矿处理能力增长 150%，选厂产能由 450 吨/日提升至 1000 吨/日，年采选矿石量达 30 万吨。截至 2023 年底，项目已完成洗涤、破碎车间等主厂房土建工程及尾矿压滤车间土建工程，主厂房各项设备、电缆桥架等均已安装完毕。2024 年 6 月，选矿厂建设完成，7 月正式启动试生产，有望推动公司矿产金产量提升，预期选矿处理能力增长 150%。

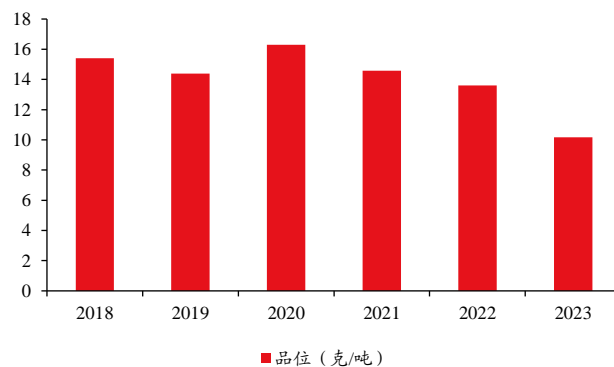
业绩方面，2023 年吉隆矿业实现营业收入 6.4 亿元，同比增长 70.1%，净利润 5.4 亿元，同比增长 333.8%；2024 上半年吉隆矿业营业收入 2.9 亿元，同比增长 1.1%，净利润 1.2 亿元，同比增长 14.4%。

图表 24 吉隆矿业营业收入与净利润



资料来源：公司公告，华创证券

图表 25 吉隆矿业撰山子金矿矿山品位变化

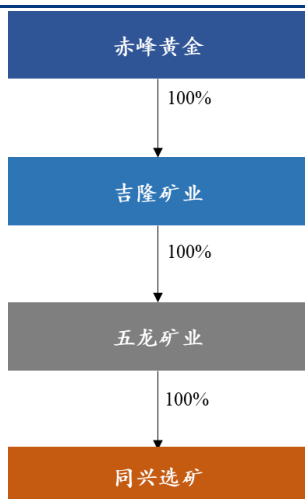


资料来源：公司公告，华创证券

2、五龙矿业：资源品位基本平稳，日均选矿量有望稳步提升

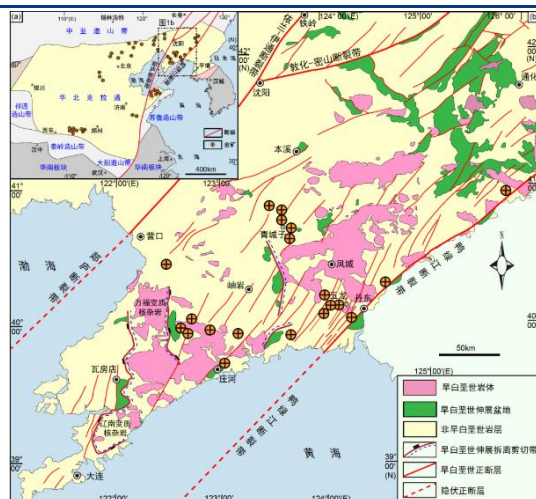
公司持有通过吉隆矿业持有五龙矿业 100% 股权。五龙矿业成立于 2008 年 4 月，前身为“冶金工业部五龙金矿”。1989 年，冶金工业部直属的黄金企事业单位改组，更名为“中国黄金总公司五龙金矿”。2008 年，中国黄金集团公司将五龙金矿相关资产注入其控股的上市公司中金黄金，中金黄金以五龙金矿评估后的净资产出资设立五龙矿业，中金黄金持股 100%。2010 年，中金黄金将五龙矿业 100% 股权转让给唐山中和实业集团有限公司。2013 年 8 月，赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司（简称赤峰黄金）的全资子公司吉隆矿业收购五龙矿业 100% 股权事宜获中国证监会核准。2013 年 11 月，赤峰黄金矿完成收购五龙矿业 100% 股权的重大资产重组。

图表 26 五龙矿业股权结构图



资料来源：公司官网，华创证券

图表 27 辽东地区早白垩世伸展构造、岩浆岩及金矿



资料来源：朱日祥等《辽东地区金矿床成因与资源潜力》

五龙矿业现有 1 项采矿权和 2 项探矿权，2023 年金资源量折金属量 23.62 吨，品位 7.77g/t。五龙金矿矿山位于丹东市西北 15km 处，行政区划隶属于丹东市振安区管辖，与丹（东）长（甸）公路相通，运输距离 29km，交通便利。五龙黄金的矿产资源主要为黄金，根据 2023 年年报数据，五龙矿业现有 1 项采矿权和 2 项探矿权，探明+控制+推断的金资源量为 304 万吨，品位 7.77g/t，资源量折金金属量 23.62 吨。

五龙黄金采用地下开采方式。其中：二分矿采用竖井-盲竖井开拓方式，三分矿采用竖井-盲竖井开拓方式，四分矿采用竖井开拓方式，矿体厚度小于 0.8m 时采用削壁充填采矿法，矿体厚度大于 0.8m 时采用浅孔留矿嗣后充填采矿法。

五龙矿业 2021-2023 年采矿量分别为 38.3 万吨、38.9 万吨、57.7 万吨，受矿石品位波动选矿回收率在 89%-93% 之间波动，21-23 年黄金产量 0.85 吨、1.29 吨、1.89 吨，销量 0.9 吨、1.4 吨、1.8 吨。

图表 28 五龙矿业历史采矿及生产情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 Q1
采矿量（万吨）	38.3	38.9	57.7	16
原矿吞吐量（万吨）	38.21	41.86	57.93	13.89
原矿品位（克/吨）	2.48	3.42	3.53	3.17
精矿产量（万吨）	1.462	2.513	3.308	6.68
精矿品位（克/吨）	57.93	51.5	57.01	60.6
回收率（%）	89.37%	90.39%	92.23%	91.97%
金-产量（吨）	0.85	1.29	1.89	0.41
金-销量（吨）	0.9	1.4	1.8	0.4

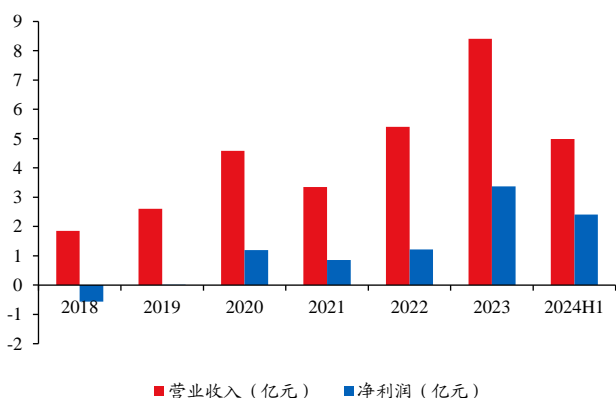
资料来源：公司公告，华创证券

五龙矿业重点在建工程及探矿项目进展顺利，为未来产能提升提供有力保障。2021 年，五龙矿业 3000 吨/日选矿厂于年底正式竣工达产，选矿能力跃升至 3000 吨/日，使五龙矿业实现了“建大矿、上规模”的阶段目标。2022 年，公司开展国家重点研发项目 3000 米验证钻工程顺利终孔，终孔孔深 3,003.99 米，累计见 4 条金矿体、3 条金矿化体、2 条

锌矿体、1条锌矿化体，深部见多条岩脉群及含硫硅化蚀变带，在见矿深度和成矿类型上均有新突破，为五龙矿业深部及外围区域勘探提供了指引。2023年，五龙矿业四分矿163盲竖井延深工程（23-27中段）、通风系统改造工程目、四分矿副盲竖井装备工程、四分矿副盲竖井延深工程（19-23中段）等井下开拓工程持续推进，以尽快提升采矿能力，满足3000吨/天选厂需求，2023年下半年选厂日均选矿量已提升至1800吨以上。2024年上半年，五龙矿业3,000吨/天选厂处理规模逐步提升，上半年日均处理矿量已达2,000吨左右。根据《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司申请版本（第一次呈交）全文档案》，公司预计2024年底将五龙矿业的年采矿和选矿产能提高至70万吨。

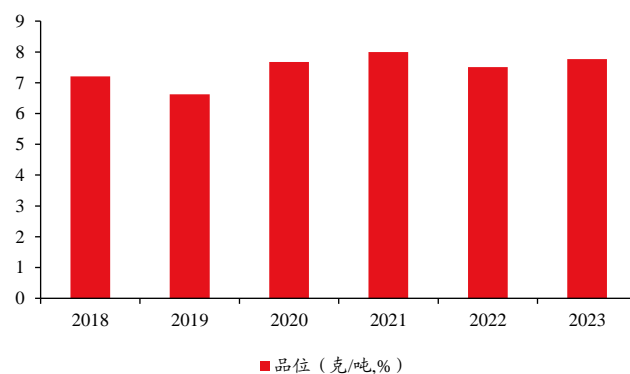
资源品位稳定，公司经营情况持续向好。2018-2023年，五龙矿业的资源品位保持在7-8g/t。受益于品位的稳定及公司量价齐升，五龙矿业的营收与净利润稳步增长，2019年扭亏为盈，2023年营收8.4亿元，五年间年复合增长率35.35%，净利润3.37亿元。2024上半年营业收入近5亿元，同比增长62.1%，净利润2.4亿元，同比去年同期增长114.1%。

图表 29 2018-2024H1 五龙矿业营收与净利润



资料来源：公司公告，华创证券

图表 30 2018-2023 五龙矿业资源品位较为平稳



资料来源：公司公告，华创证券

3、华泰矿业：当前停产技改中，2027年有望复产

公司通过吉隆矿业间接持有华泰矿业100%权益。华泰矿业前身为原赤峰红花沟金矿，该金矿原是国家二级企业。2004年，赤峰红花沟金矿经国企改制，被吉隆矿业依法并购，并于2005年1月8日正式注册为一家民营企业，同时更名为赤峰华泰矿业，主要从事黄金采选、销售业务。

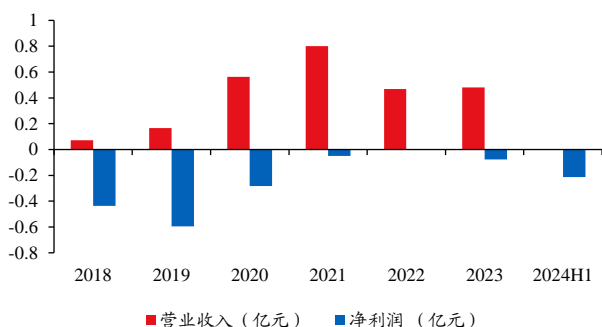
华泰矿业当前拥有6宗采矿权，2023年拥有金资源量折金属量26.71吨，品位7.01g/t。2023年华泰矿业红花沟金矿探明+控制+推断的资源量381万吨，品位7.01g/t，金金属量26.71吨，资源剩余可开采年限为20年。其中采矿权包括红花沟矿区一采区、莲花山矿区五采区、莲花山金矿区3、7号脉、莲花山金矿区26号脉、红花沟矿区86号脉采区和彭家沟矿区。

2021年至今，华泰矿业因技改处于停产状态，2027年有望复产。华泰矿业设计年产量18.89万吨，因华泰矿业采矿证证载生产能力较小，无法形成规模化开采，2021年华泰矿业已技改停产，2022年开始，公司对华泰矿业采矿权范围内的各采区进行扩产扩能规划设计工作。截至24年4月，五采区扩能项目已完成初步设计并取得内蒙古自治区应急厅的开工批文，正在进行施工单位的遴选；一采区和八采区正在编制开发利用方案和推进技改设计。公司预计到2025年，华泰矿业将全面启动对矿井的基础设施改造和井巷工程

施工，基建工程施工预计于 2026 年末基本完成，2027 年华泰矿业将逐步恢复采矿生产。

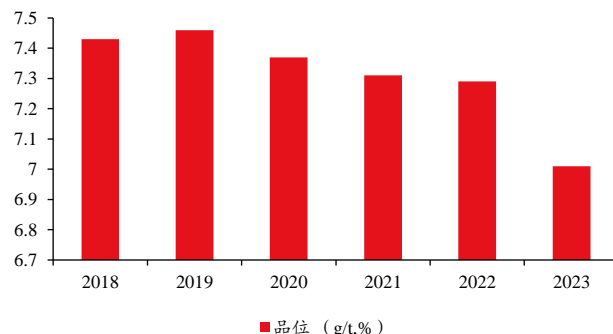
受华泰矿业技改停产和资源品位下滑，近年对公司业绩形成拖累，当前减值准备为 0 元。2018-2023 年，华泰矿业净利润持续为负拖累公司业绩。2024 年，根据赤峰黄金发布《关于回复上海证券交易所对公司 2023 年年度报告的信息披露监管工作函的公告》，公司以华泰矿业的单个独立采区相关矿权、井建及辅助设施等资产为最小现金流产生单元进行减值测试，截至 2023 年末，华泰矿业资产组期末账面价值为人民币 2.49 亿元，减值准备期末余额为 0 亿元，短期资产减值对公司影响较小，静待 27 年矿山复产弥补业绩。

图表 31 2018-2024H1 华泰矿业营收与净利润



资料来源：公司公告，华创证券

图表 32 2018-2023 华泰矿业资源品位

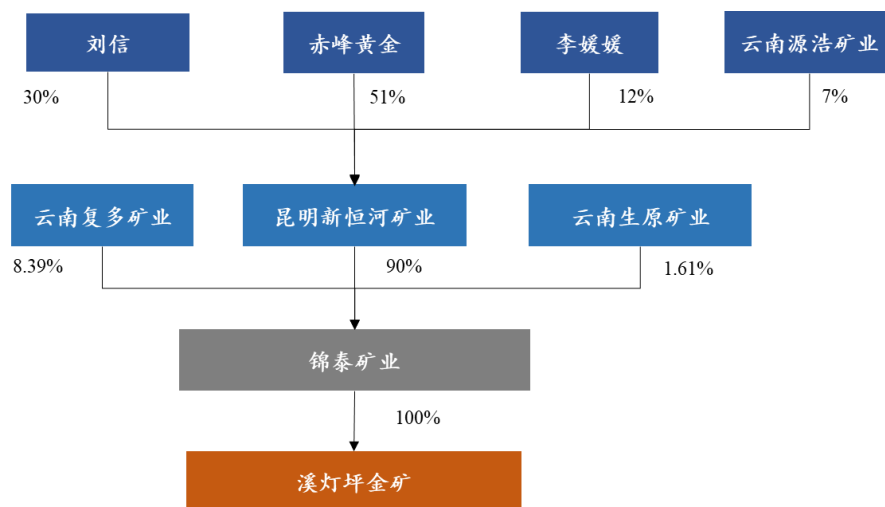


资料来源：公司公告，华创证券

4、锦泰矿业：溪灯坪金矿一期爬产中，二期项目未来或带来 1.2 吨增量

公司通过收购新恒河矿业布局溪灯坪金矿权益股权 45.9%。2023 年 1 月，赤峰黄金通过 6120 万元现金收购刘信、李媛媛、王忠华、云南源浩矿业有限公司持有的新恒河矿业 51% 股权，其中新恒河矿业持有锦泰矿业 90% 股权，该公司拥有“溪灯坪金矿”一项采矿权和“云南省洱源县溪灯坪金矿勘探”一宗探矿权。

图表 33 锦泰矿业股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券

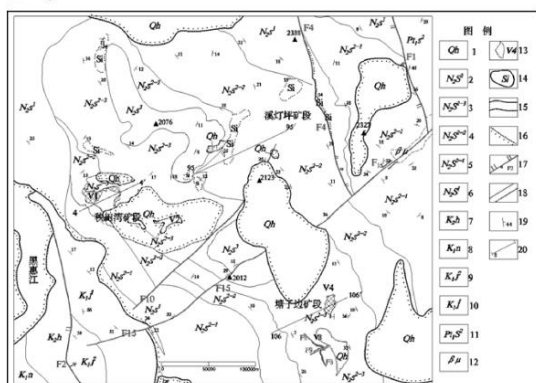
溪灯坪金矿拥有金属量 14.144 吨，采矿权位于探矿权内，两者独立存在，不存在重叠、交叉情形。溪灯坪金矿矿床成因类型为喜山期浅成（富碱）构造岩浆活动初始成矿—第

四纪热泉活动叠加改造形成的蚀变岩型金矿床，工业类型为富硅铁质砂砾型氧化金矿床。矿区处于丽江—大理—金平（陆缘拗陷）Au-Cu-Ni-Pt-Pd-Mo-Mn-Fe-PbZn 矿带中段，区内地质构造复杂，岩浆活动频繁，成矿作用强烈，是寻找与喜山期构造岩浆活动有关金多金属矿的有利地段。截至 2023 年，溪灯坪金矿溪灯坪金矿探明+控制+推断资源量 1105 万吨，品位 1.28g/t，金资源量折金属量为 14.144 吨。

公司产品为载金炭，一期项目于 23 年投产，二期预计年处理矿石 100 万吨，年产黄金 1.2 吨。2023 年初矿山收购时仍处于建设状态，未进行生产，收购时矿山采矿权范围内有 V1、V2 两个采区。1) 一期项目：规划 14 万吨/年采选建设工程，项目投资约 7200 万元，占地面积约 518 亩，2023 年 3 月 29 日开工建设，主要包括主要生产工程、辅助生产工程、公用设施工程和行政、生活设施工程，服务年限为 11 年，选厂产品为含金品位为 4000g/t 的载金炭，并于 2023 年 10 月 25 日完成全部项目建设并投入生产使用；2) 二期项目：规划建成 80-100 万吨/年采选规模，主要建设 V4 矿体露天采矿场、排土场等主要生产工程，以及相关其他配套设施。待探矿权转采矿权后，二期矿山扩产目标为年销售收入 4.5 亿元以上，预计年处理矿石 100 万吨，年产黄金 1.2 吨。

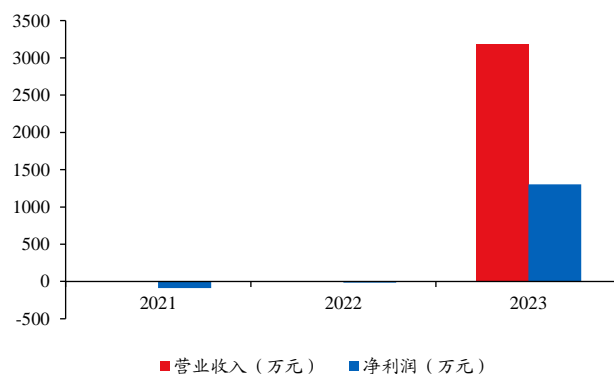
2023 年，锦泰矿业实现处理矿量（干量）12.29 万吨，完成 D1、D2 两个筑堆，占公司国内地下开采黄金矿山总量的 16.76%，受益于溪灯坪金矿投产，公司实现营业收入 3186.20 万元，净利润 1301.05 万元。伴随后续二期投产，公司黄金产量有望持续提升。

图表 34 溪灯坪金矿地质简图



资料来源：李小明等《云南洱源县溪灯坪金矿地质特征及成矿模式》

图表 35 锦泰矿业 2021-2023 年净利润和收入



资料来源：公司公告，华创证券

5、瀚丰矿业：非金资源丰富，有望增厚公司业绩

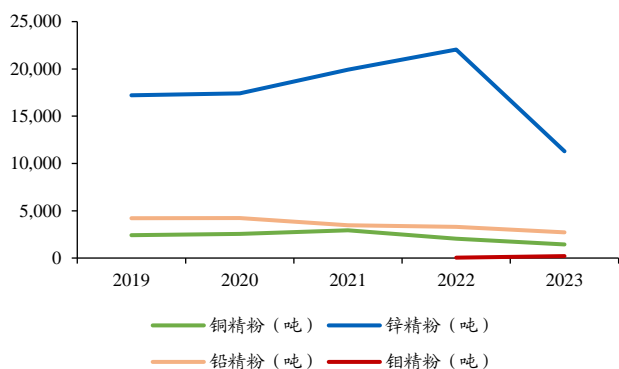
公司持有瀚丰矿业 100% 股权。2019 年，赤峰黄金购买赵美光、孟庆国、瀚丰中兴持有的瀚丰矿业 100.00% 股权，收购资金 5.1 亿元，并于 2019 年 11 月 7 日过户完成，通过重组，赤峰黄金取得瀚丰矿业所属天宝山锌铅铜钼矿，包括东风矿、立山矿两个采矿权及 1 个探矿权。

瀚丰矿业铜铅锌钼资源丰富，目前立山矿年产能 60 万吨，东风矿年产量 9.9 万吨。瀚丰矿业所在的“吉林天宝山—开山屯”区域为重要矿产资源重点勘查区，该区域成矿地质条件优越，是重要的多金属矿化集中区。截至 2023 年，瀚丰矿业保有锌金属量 55.3 万吨，铜金属 1.6 万吨、铅金属 2.6 万吨，钼金属 7.8 万吨，主要产品为锌、铅、铜、钼精矿粉，年产锌、铜、铅 60 万吨、钼 9.9 万吨，其中立山矿主要为锌、铜、铅，年产量达 60 万吨，东风矿主要为钼资源，年产 9.9 万吨。探矿增储方面，2023 年，瀚丰矿业完成

钻探工程量 4809 米，新增矿石资源量 36.75 万吨，东风钼矿区深部勘探估算增加钼金属量 7 万吨。

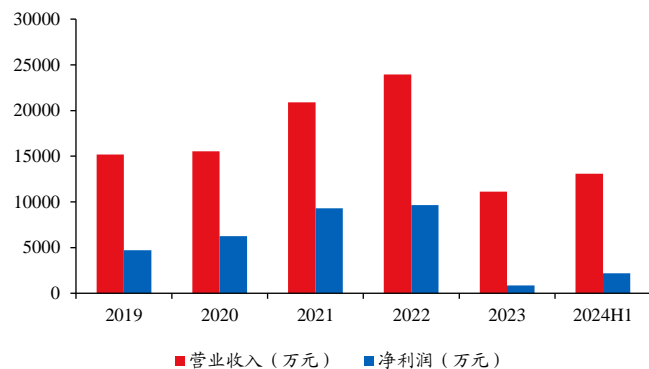
截至 2023 年，受矿山技改和竖井建设等的影响，瀚丰矿业实现营业收入 1.1 亿元，同比减少 53.6%，净利润 841 万元，同比减少 91.3%，2024 上半年实现营业收入 1.3 亿元，净利润 0.2 亿元，2024 上半年营业收入和净利润均大于 23 年全年值，展现业绩向好趋势。伴随立山矿选矿工作持续推进和东风矿重新启动，未来有望增厚公司业绩。

图表 36 瀚丰矿业产品产量情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 37 瀚丰矿业营业收入及净利润



资料来源：公司公告，华创证券

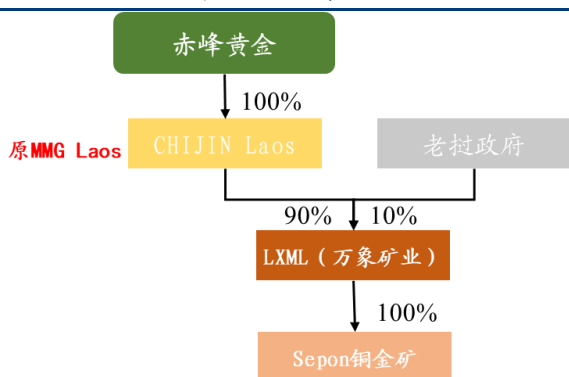
公司矿山扩建工作稳步推进中。1) **立山矿**：截至 2024 年 6 月，吉林瀚丰矿业立山选矿厂 66 万吨/年扩建项目仍处于审批中，通过新增、更换生产设备扩建选矿生产线，选矿厂矿石处理能力由 49.5 万吨/年增至 66 万吨/年。项目建成后，年产铅精矿 4989.81 吨（品位 67.269%）、锌精矿 28602.82 吨（品位 47.467%）、铜精矿 4207.69 吨（品位 18.657%）。目前扩建项目掘进工程主运输巷道及首采区段的采准工程施工计划 2024 年 12 月底完成，罐笼井、通风井已安装完成，主通风机系统、排水系统设备设施、变电所供配电系统等工程安装也将于 12 月底全部完成。2) **东风矿生产重新启动中**：根据《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司申请版本（第一次呈交）全文档案》，2024 年，瀚丰矿业东风矿钼生产已经重新启动，深部开发项目（250 米标高以下）开始设计，设计产能为 5000 吨/天，预计将于 2025 年开工建设，目前该矿山正在编制可行性研究报告，预计年采矿能力 165 万吨，年产钼精矿 3990 吨，钼含量为 47%。

（二）海外矿山资源加速布局，未来增量空间广阔

1、万象矿业：老挝塞班金铜矿，年产金 6 吨左右，成本有望持续下降

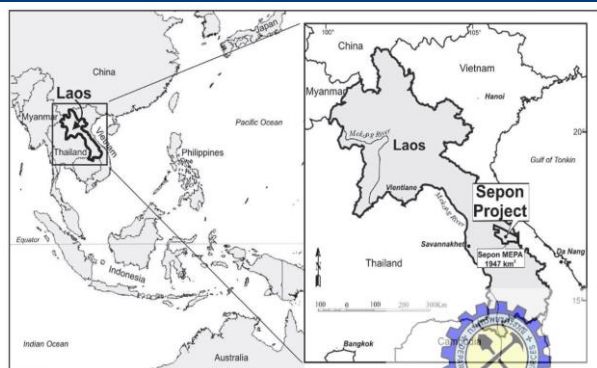
公司持有老挝塞班（Sepon）铜金矿 90%权益。公司 2018 年以 2.75 亿美元收购 Album Investment 持有的 MMG Laos 100% 股权，MMG Laos 核心资产为万象矿业（LXML）的塞班（Sepon）铜金矿，公司持股 90%，老挝政府持股剩余 10%，收购后，MMG Laos 改名为 CHIJIN Laos。

图表 38 塞班 铜金矿股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 39 塞班 铜金矿位置



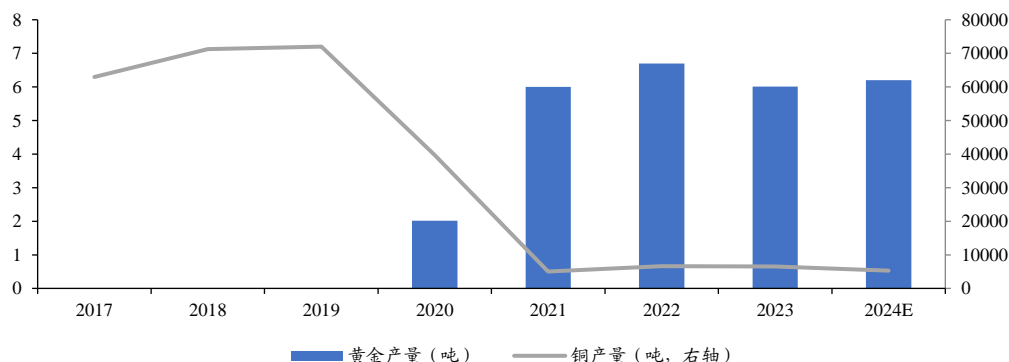
资料来源：BounOum Bouttathep 《Geology of the Sepon Copper and Gold Deposits, Laos》

塞班铜金矿资源丰富，矿山金金属资源量为 55.5 吨，铜金属量 46.4 万吨。塞班金铜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 1,000 余平方公里范围内的矿产资源勘探及开采的独占权利，截至 2024 年上半年矿山拥有 1 宗采矿权 1 宗探矿权，探明+控制+推断资源量折金金属量 55.5 吨，铜金属量 46.4 万吨，品位分别为 3.7 克/吨、0.8%。2024 年 8 月 30 日，万象矿业取得老挝能源矿产部矿业管理司颁发的新采矿权证，该采矿权证变更覆盖了万象矿业塞班矿远西采区（金矿），采矿权许可区域面积由 11,696 公顷扩大至 13,088 公顷，有效期仍为 10 年，允许万象矿业在沙湾拿吉省维拉布利区总面积 13,088 公顷的特许区内延续黄金矿-铜矿采矿和选矿作业。

矿山由露采转为露采+地下相结合，拥有金铜两条独立生产线，年处理矿石能力 300 万吨以上。矿山自 2003 年开始运行生产黄金，于 2005 年开始大规模商业开采铜，2013 年，随着地表氧化金矿消耗殆尽，加上金价断崖式下跌，该矿停止了黄金采选生产系统，从铜、金的并行生产转为单一铜的生产。2020 年，万象矿业重启金矿生产，氧化矿和原生矿处理系统分别于 2020 年 5 月中旬和 8 月末投产运行，年处理矿石能力可达 300 万吨。2023 年，万象矿业 Discovery 地下开采项目逐步投入商业化运营，为公司黄金产量提升提供强有力的支撑。

自 2003 年开始运营以来，万象矿业塞班矿已生产了 110 多万吨阴极铜和 53 多吨黄金。2023 年，塞班产铜 6485 吨，产黄金 6 吨。2024 年公司计划产量预计为 6.20 吨黄金和 5305 吨铜。

图表 40 塞班铜金矿 金铜产量情况

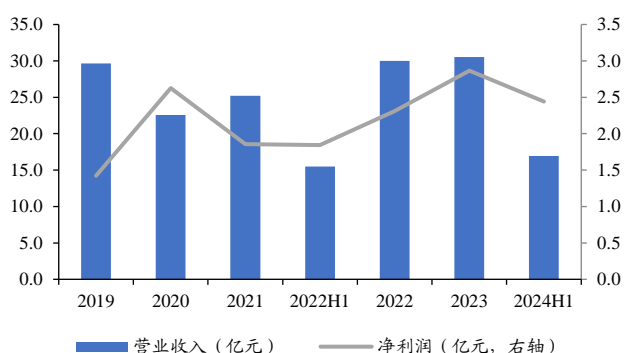


资料来源：公司公告，公司官网，MDO，USGS 《2020-2021 Minerals Yearbook》，华创证券整理

万象矿业降本增效成果显著，2023年，万象矿业实现营业收入30.5亿元，同比增长1.9%，净利润2.9亿元，同比增长24%。业绩增长主要受益金价上涨、公司采用竞争性原料采购降本、进行选矿技术攻关提高选矿回收率，2023年万象矿业综合选矿回收率66.5%，公司黄金单位全维持成本1330美元/盎司，同比下降9.95%，销售成本1489.89美元/盎司，同比下降2.48%，2024年有望通过尾矿再磨工艺、树脂选矿工艺的技术改造，金选矿回收率有望达到75%以上。2024年上半年，塞班矿通过持续优化生产流程，集中采购、采取招标和竞争性谈判等方式降低采购成本，上半年销售成本和全维持成本分别下降3%、8%，带动上半年营收16.9亿元，同比增长9%，净利润2.44亿元，同比增长55%。2024年前三季度，塞班矿销售成本持续下降，但全维持成本同比有所提升。

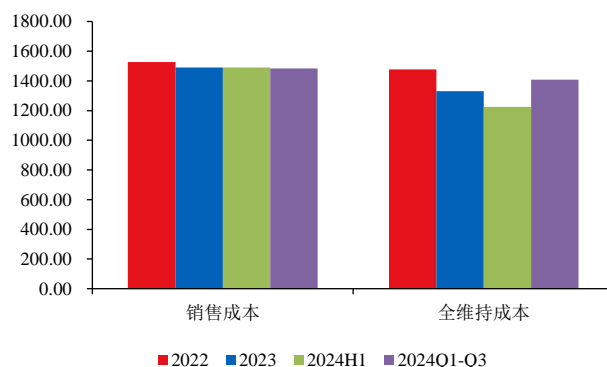
当前，塞班矿再磨项目可以显著降低酸耗，从而降低选矿成本；此外公司积极推进树脂浸出选矿项目，采用树脂替换活性炭进行浸出项目从而显著提高黄金回收率并提高黄金产量，该项目已于7月末成功预投产。

图表 41 万象矿业经营业绩情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 42 万象矿业黄金成本情况（美元/盎司）



资料来源：公司公告，华创证券

根据万象矿业塞班金矿项目规划，公司预期年处理矿石300万吨，回收率80%。2023年，万象矿业西部尾矿库延伸、DSE地下风机、顽石破碎线路、PP3升级（增加水处理能力）、地下排水泵站等重要在建工程均按计划推进实施；卡农地下铜矿项目、天空原生铜项目、处理非卡林型矿石、低品位金矿选矿、精矿再磨以及树脂选矿等一系列研究项目也将为塞班金铜资源量的增储以及选矿回收率进一步提高奠定基础。2024年上半年，塞班矿持续推进“六大增长项目”，截至10月17日，卡农露天铜矿项目已经初步确认设计和预算，正在启动招标准备程序；班农、班迈、那克厂采区在内的远西采区已经于9月7日正式启动生产，目前生产工作按计划顺利进展。

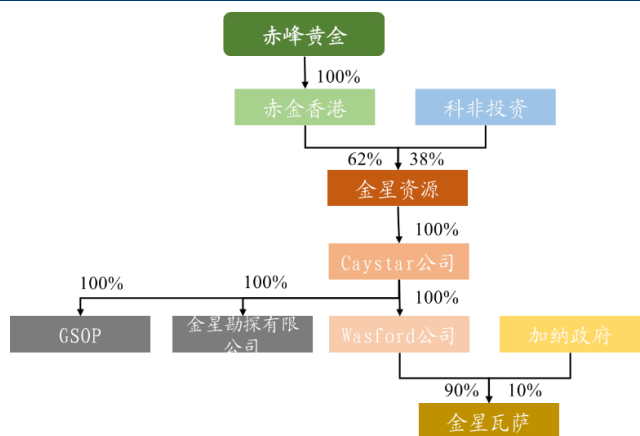
根据公司2024年8月底发布的《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司申请版本（第一次提交）全文档案》，公司预计到2025年，塞班金铜矿地下采矿产能从目前的53.6万吨提升至80.6万吨，并于25年开始生产Kharong地区铜，该地区铜矿石所含金属量超过5.7万吨；此外公司将加速具有露天和地下采矿潜力的Discovery West Deeps和Phavat North勘探前景建模和研究工作，该区域预计资源总量为500万吨矿石量，预计将增加黄金资源量平均品位为3.5克/吨，2026年及2027年进一步提高地下采矿能力。

2、金星瓦萨：加纳瓦萨金矿双万计划，或将打造10吨以上大型金矿

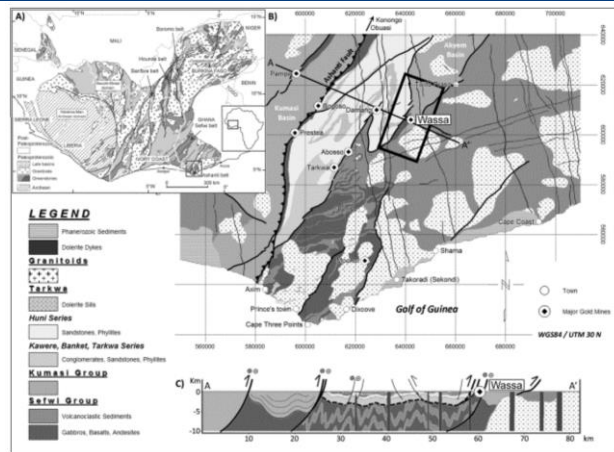
收购金星资源62%股权，其间接持股Wassa金矿90%股权。2022年公司以2.91亿美元现金完成收购Golden Star Resources Ltd.（“金星资源”）62%股权，核心资产为位于加纳

的瓦萨（Wassa）金矿，金星资源持有其 90% 股份，另外 10% 由加纳政府持有。2022 年交割后，公司以金星瓦萨资源条件为基础，制定了“日选矿石 1 万吨，年产黄金 1 万公斤”的“双万计划”，力争三至五年内将金星瓦萨打造成年产不低于 10 吨的大型黄金矿山。

图表 43 瓦萨金矿股权结构图



图表 44 瓦萨金矿主要采矿权及探矿权

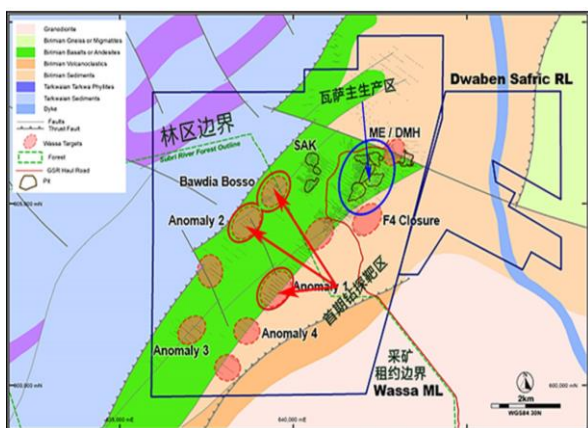


资料来源：金星资源《NI 43-101 加纳Wassa 金矿 Golden Star Resources 资源和储量技术报告》

资料来源：公司公告，华创证券

Wassa 金矿为加纳最大金矿，金金属资源量为 318 吨。瓦萨金矿位于加纳西部地区 Wassa 东区 Akyempim 村附近的乡村，距港口塔科拉迪以北 80 公里，加纳首都 Accra 西北 150 公里。该矿山位于加纳最大黄金成矿带阿散蒂金矿带上，除主矿体外大都局限于浅部和有矿体出露的地段，矿区及外围找矿潜力巨大，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。收购时，金星资源在 Wassa 共持有 5 项探矿权和 3 项采矿权证，其中有 2 宗探矿权与第三方进行合作探矿。截至 2023 年，该矿山探明+控制+推断资源量为 9280 吨，金品位 3.43 克/吨，金资源量折金属量为 318 吨。

图表 45 金星瓦萨主要采矿权及勘探区域情况



图表 46 收购时瓦萨金矿主要采矿权及探矿权

序号	名称	权证类型	编号	获得日期	到期日期	面积 (平方千米)	第三方权利人
1	地下矿		LVB 87618/94	17/09/1992	16/09/2022	52.89	加纳政府
2	露天矿	Mining Lease (采矿权)	LVDGAST 37993462020	25/08/2020	24/08/2031	19.45	加纳政府
3	露天矿	Mining Lease (采矿权)	LVDGAST 38000372020	25/08/2020	24/08/2031	43.00	加纳政府
4	Dwaben (Safric)	Reconnaissance Licence (探矿权)	LVB1624/06	02/02/2006	(expired in 2020)	26.92	
5	Benso (Chichiwelli)	Prospecting Licence (探矿权)	PL.2/1550	27/09/2007	-	22.46	
6	Abura	Abura Prospecting Licence (探矿权)	PL.2/135	13/12/2018	12/12/2021	65.10	受限于与 Bowden Gold Resources Limited 的期权协议
7	Manso 1	Prospecting Licence (探矿权)	PL.2/378	10/01/2005	-	101.60	
8	Manso 2	Prospecting Licence (探矿权)	PL.2/337	07/09/2007	-	21.38	受限于与 Pacific Mining Limited 的期权协议
合计						352.80	

资料来源：公司官网

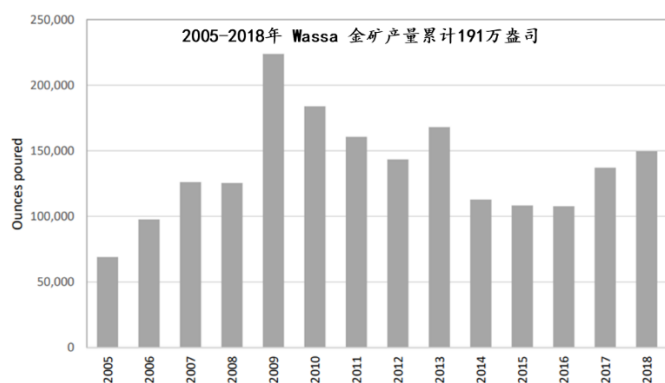
资料来源：公司公告，华创证券

Wassa 金矿为露采+地采结合，当前选厂年处理矿石能力 270 万吨以上。矿山最早由金星资源于 2002 年自渣打银行收购 Wassa 矿山 90% 的股权，收购时 Wassa 矿山主要以露天开采为主，通过堆浸法年处理量约 300 万吨。2005 年，Wassa 矿山的 CIL 选矿加工厂建

成井正式投产，2013 年加工厂产能得到提升，年处理能力为 270 万吨。2017 年转为井下生产。2022 年公司收购 Wassa 矿山后，相继重启了 Benso I 区域、DMH 区域两个露天采矿开采。矿山主要产品为含量 80% 以上的合质金，产品委托给通过招标方式确定的大型黄金精炼厂销售。2024 年上半年，通过对标专业井下掘进和采矿承包商各项生产指标，瓦萨矿大幅提升自有队伍的井下掘进效率和生产效率，目前井下出矿能力已经提升至 7,000 吨/天，同时重启和优化了 DMH 露天坑开采，提高配矿，增加矿石供给量。

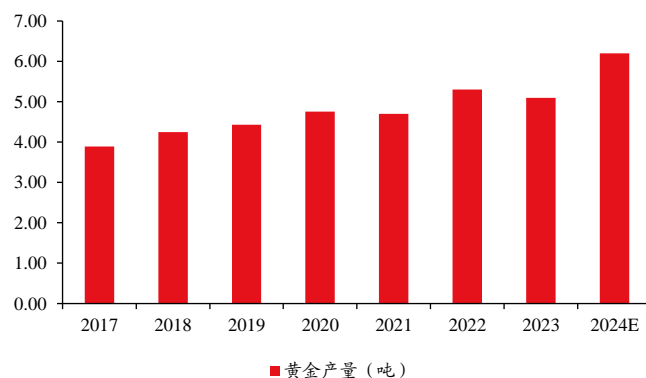
瓦萨金矿产量总体呈上升趋势，24 年或进入年产 6 吨以上行列。2005-2018 年累计产金矿 191 万盎司，折算年均产量 3.87 吨，且可看出 2017 年地下开采以来，瓦萨金矿产量整体呈上升趋势。2018 年-2023 年，瓦萨金矿年平均产金约 4.75 吨，其中 2021 年约 4.7 吨，2022 年约 5.3 吨，2023 年约 5.1 吨，主要受 23 年 3 季度金星瓦萨遭遇了特大洪水灾害，对高品位采矿生产造成较大影响，产金低于年初计划，2024 年公司预计产金 6.2 吨。

图表 47 2005-2018 年瓦萨金矿年均产金约 3.87 吨



资料来源：金星资源《NI 43-101 加纳 Wassa 金矿 Golden Star Resources 资源和储量技术报告》

图表 48 2018-2023 年瓦萨年均产金约 4.75 吨

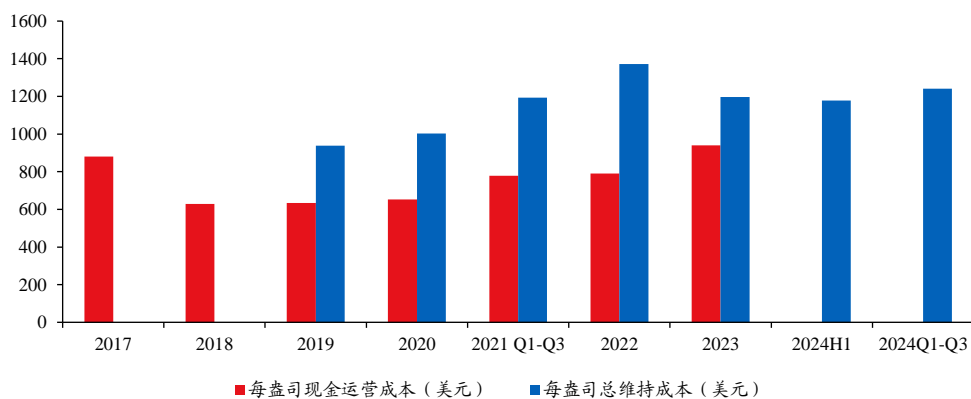


资料来源：公司公告，金星资源官网，华创证券整理

公司现金成本总体呈上升趋势，23 年降本措施降低了 AISC 成本。根据整理可看出，瓦萨金矿近年现金运营成本、总维持成本整体呈现上升趋势，主要受能源价格上涨、劳动力价格上涨等其他成本通胀增加、品位与产量波动（处理低品位矿石、产量下滑时成本易上涨）等影响。2023 年金星瓦萨现金成本为 939.12 美元/盎司，同比增长 18.9%，但矿石针对采矿能力不足、掘进工程效率低的问题，引入第三方承包商，形成内部竞争机制，显著提高掘进工程效率，降低了单位成本，AISC 成本为 1197 美元/盎司，同比下降 12.7%。

2024 上半年，金星瓦萨矿产金单位销售成本 1290.82 美元/盎司、全维持成本 1177.80 美元/盎司，分别同比上年同期+5.08%、+1.13%，但同比 2023 年全年分别下降 1.87% 和 1.61%。2024 年前三季度，金星瓦萨矿产金单位销售成本 1278.69 美元/盎司，全维持成本 1240.78 美元/盎司，分别同比-1.65%、+2.2%。

图表 49 瓦萨金矿山现金成本及 AISC 成本情况

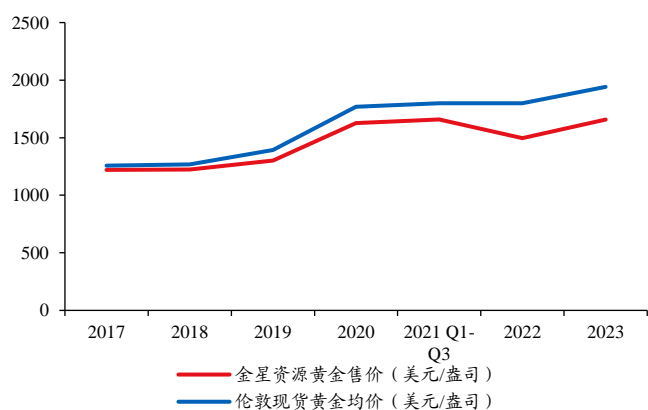


资料来源：公司公告，金星资源官网，华创证券整理

受金属流业务影响，矿山产金售价低于市场均价，该影响或持续至 2037 年。2015 年金星资源通过子公司 Caystar Finance Co.与 RGLD Gold AG 签订一项金属流协议，获得 RGLD Gold AG 1.45 亿美元预付款，金星资源以其子公司未来黄金产量履行交付义务。协议分为两个阶段：第一阶段，金星资源以其黄金产量的 10.5%履行交付义务，RGLD Gold AG 按黄金现货价格的 20%支付货款，直到金星资源完成交付 24 万盎司黄金；此后进入第二阶段，金星资源以其黄金产量的 5.5%履行交付义务，RGLD Gold AG 按黄金现货价格 30%支付货款。截至 2023 年底，金星资源已累计交付黄金 17.0 万盎司。根据 2023 年金星资源的矿石储量估计，公司预计该金属流业务的交付义务将于 2037 年履行完毕。

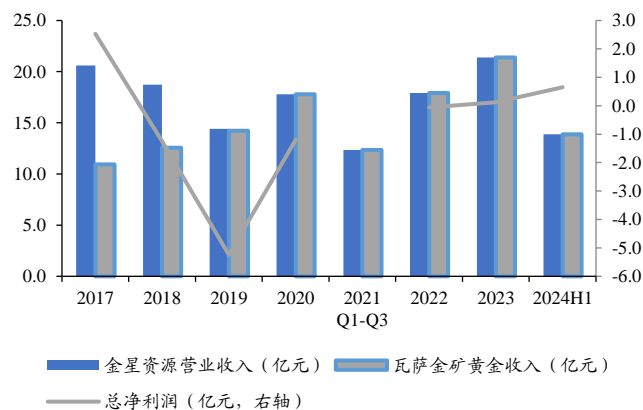
业绩方面，2023 年，金星资源实现营业收入 21.4 亿元，同比增长 19.5%，净利润 1237 万元，同比扭亏为盈，为赤峰黄金贡献归母净利润 767 万元。24 年上半年，金星资源实现营业收入 13.87 亿元，同比增长 29%，净利润 6565 万元，同比+168%。

图表 50 受金属流业务限制，金星资源售价低于市场价



资料来源：公司公告，金星资源官网，Wind，华创证券整理 注：21Q1-Q3 用产量当作销量计算，或有误差

图表 51 金星资源经营业绩情况



资料来源：公司公告，金星资源官网，华创证券 注：2020 年及之前金星资源业绩含普雷斯蒂亚金矿，该矿山 2020 年 7 月剥离，17-21 年 Q1-Q3 业绩按照期末汇率折算人民币

当前，金星瓦萨金矿扩产项目进行中。根据 2022 年公司“双万计划”，力争三至五年内将金星瓦萨打造成年产不低于 10 吨的大型黄金矿山。此外，2023 年金星瓦萨引进工程承包商，提高掘进工程效率，开拓 242 斜坡道和 B-shoot 南部斜坡道，为 2024 年及瓦萨

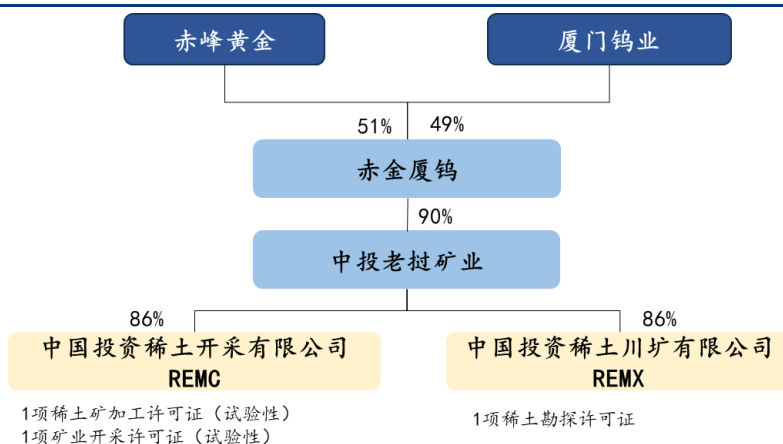
未来 5 年的井下出矿打开局面，为解决掘进失调问题奠定基础。根据公司 2024 年 8 月底发布的《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司申请版本（第一次呈交）全文档案》，公司预计 2028 年将瓦萨金矿建设成为年选矿产能 330 万吨、年产量 35.3 万盎司（约折 12.5 吨）的大型黄金矿山。

三、拓展稀土新材料产业，有望增厚公司业务

（一）拓展稀土新材料产业，有望增厚公司业绩

赤峰黄金子公司赤金厦钨收购老挝稀土资产。赤金厦钨专注于稀土开发，公司成立于2022年10月，由赤峰黄金和厦门钨业联合打造，其中赤峰黄金持股51%，厦业钨业持股49%。2024年上半年，赤金厦钨拟以总价约1,896.30万美元收购中投老挝矿业90%股权，进一步布局老挝稀土矿业资产。根据厦门钨业公告，目前赤金厦钨已完成老挝川圹省勐康稀土矿项目收购及全面接收，并已开始产出少量稀土矿半成品，赤峰黄金当前持有该稀土矿权益，有望增厚公司业绩。

图表 52 赤峰黄金稀土业务股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券

中投老挝矿业持有 1 项采矿权、1 项加工许可证和 1 项探矿权。中投老挝矿业是中投置业在老挝设立的独资公司，持有中国投资稀土开采有限公司（“REMC”）与中国投资稀土川圹有限公司（“REMX”）两公司各 86% 股权，其中 REMC 持有一项稀土矿加工许可证（试验性）、矿业开采许可证（试验性）；REMX 持有一项稀土勘探许可证。其中老挝川圹省勐康稀土矿为当前核心项目，矿区稀土资源丰富，整体保有资源量：稀土氧化物 2.5 万吨，平均品位 0.025%，其中试采证范围内稀土氧化物量 1.5 万吨，平均品位 0.028%；探矿权范围内稀土氧化物量 1.02 万吨，平均品位 0.022%。

图表 53 老挝川圹省勐康稀土矿保有资源情况

	矿石量（万吨）	稀土氧化物（吨）	平均品位	设计产能
试采证资源量	5,519.96	15,297.89	0.028%	3675 吨
探矿权资源量	4,626.33	10,185.17	0.022%	
总计	10,146.29	25,483.06	0.025%	

资料来源：公司公告，华创证券

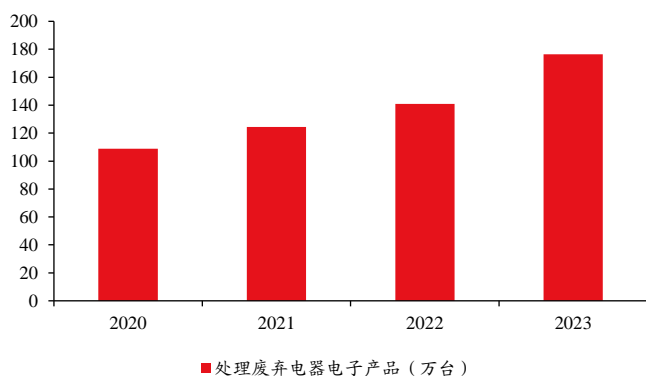
中投老挝矿业计划混合稀土氧化物 3,675 吨/年。老挝川圹省勐康稀土矿位于老挝川圹省勐康县龙卧村及苏蒙村周边，行政区划属川圹省勐康县管辖，自丰沙湾市沿 1C 号公路往东北方向至矿区约 100km，勐康县城往北沿 1C 公路至矿区约 45 km，桑怒市至矿区约 140km，琅勃拉邦市至矿区约 360km，整体交通较为便利。当前，项目尚处于建设阶段，矿床矿石为风化壳离子型稀土矿石，具备水文地质、工程地质及环境地质等开采技术条件，设计生产规模为年开采混合稀土氧化物 3,675 吨/年。

（二）废弃电子年处理量不断增加，对整体利润影响较小

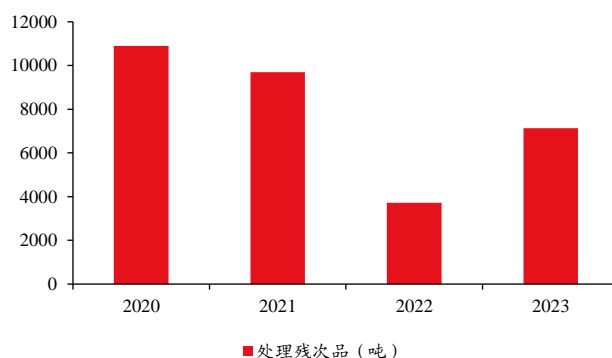
此外，公司还布局资源综合回收利用业务，当前该业务主要依托广源科技。该公司成立于2003年，主要从事废弃电器电子产品处理业务，是合肥地区唯一一家具有废弃电器电子产品处理资质的单位，属于危险废物国家重点监控企业，经财政部、环境保护部、发展改革委、工业和信息化部四部委验收合格并纳入国家废弃电器电子产品处理基金补贴名单。2015年6月1日，赤峰黄金向梁晓燕、鲁弘合计支付人民币4,000万元，并向广源科技增资人民币6,000万元，收购完成后，赤峰黄金持有广源科技55%股权，另有鲁弘持股2.25%，梁晓燕持股42.75%。

近年来，公司废弃电器电子产品的处理量逐年增加，从2020年的108.94万吨增长至2023年的176.45万吨，残次品处理量出现减少的趋势，2023年残次品处理量7137.95吨。2018年-2023年，广源科技营业收入从1.45亿元增长到3.99亿元，复合增长率122%，2024上半年实现营业收入1.2亿元，净利润520.74万元。23年资源综合回收利用业务营收占赤峰黄金主营业务收入比例5.52%，毛利占主营业务毛利比例1.16%，资源综合回收利用毛利率从2021年的18.66%下降到2023年的6.86%。

图表 54 2020-2023 广源科技废弃电子电器产品处理量



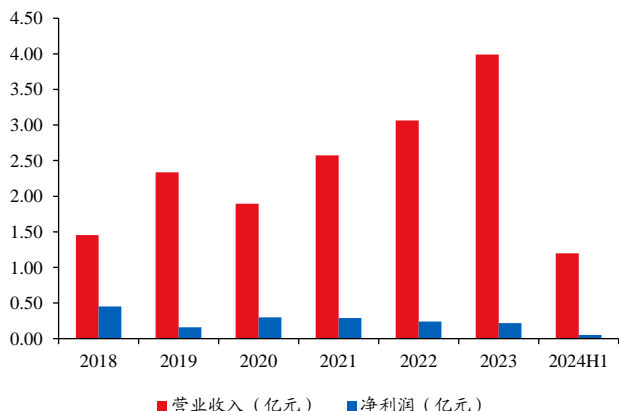
图表 55 2020-2023 广源科技残次品处理量



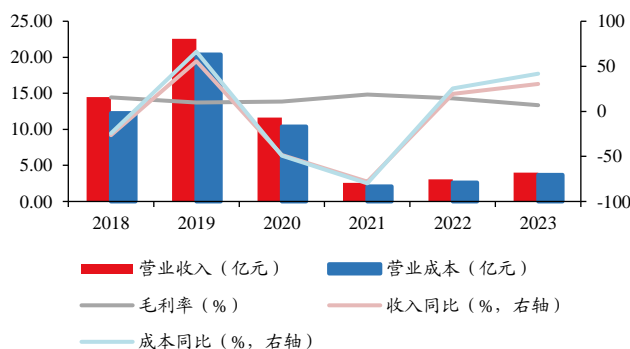
资料来源：公司公告，华创证券

资料来源：公司公告，华创证券

图表 56 2018-2024H1 年广源科技营业收入与净利润



图表 57 2018-2023 年公司资源综合回收利用业务



资料来源：公司公告，华创证券

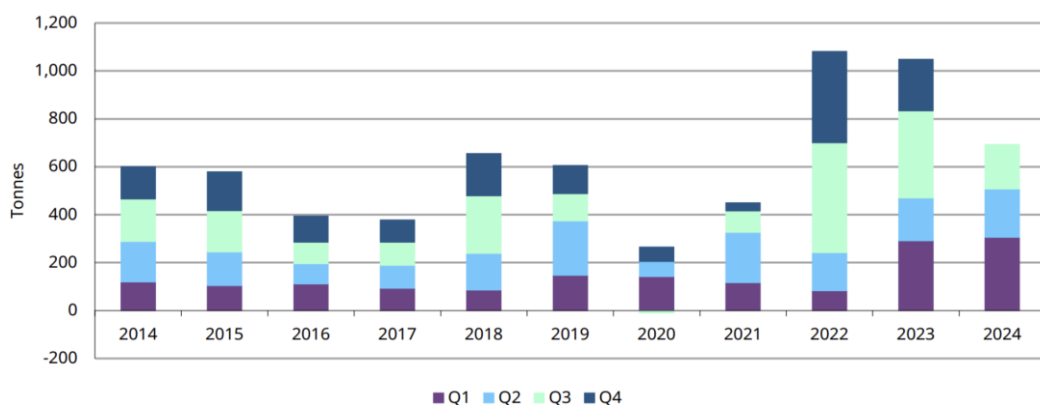
资料来源：公司公告，华创证券

四、黄金：逆全球化趋势下的降息周期，金价有望走向长牛

（一）央行购金支撑黄金长期需求，中国央行黄金储备仍有上行空间

我们认为逆全球化趋势下随着美元信用体系弱化，央行购金支撑黄金长期需求。根据世界黄金协会统计，尽管 2024 年三季度各国央行购金放缓，但需求依然强劲，达到 186 吨。今年前三个季度，各国央行购金总量为 694 吨，同比略有下降，跟 2022 年持平，仍处于历史较高水平。近年来央行购金量逐渐接近投资需求量甚至超越了投资需求的占比，需求结构的变化一定程度上影响了黄金的驱动因素。

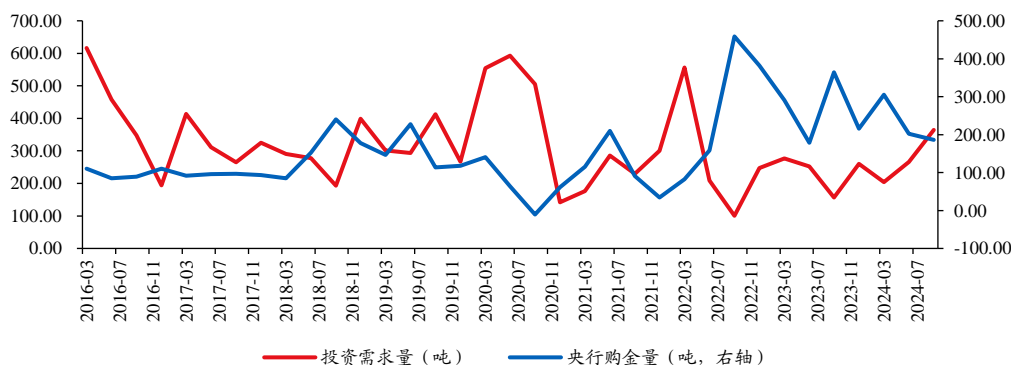
图表 58 2024 年前三个季度全球央行购金仍处于近十年均值上方



资料来源：世界黄金协会

地缘政治和金融环境变得日益错综复杂，使黄金储备管理比以往任何时候都更具现实意义。继 2022 年创下 1,082 吨的历史新高后，2023 年世界经济体央行又增加了 1,037 吨黄金储备，仅次于 2022 年的纪录。而根据世界黄金协会《2024 年央行黄金储备调查》，根据被问及的 70 家央行回复数据看，其中 29% 的受访央行计划在未来 12 个月内增加黄金储备，创下 2018 年启动本项调查以来的最高水平。受访央行继续购金的主要动机包括：重新平衡黄金的储备量、调整本国产黄金的购入量，以期达到更优的黄金战略储备水平；另外便是担忧金融市场的动荡，包括危机风险增加和通胀的上升等。

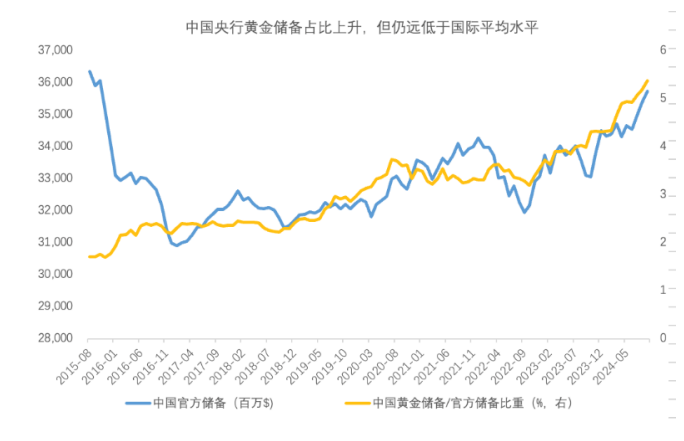
图表 59 全球黄金季度需求细分项中央行购金需求近年来逐步上升



资料来源：Wind，世界黄金协会，华创证券

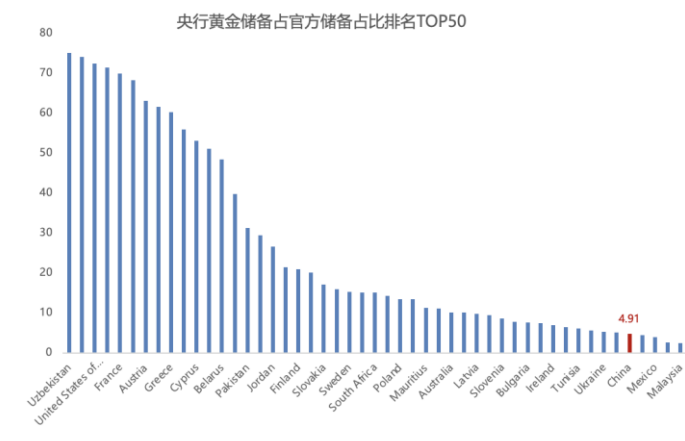
中国央行黄金储备仍有上行空间。根据世界黄金协会统计，截止 2024 年 Q2，中国央行黄金/总外汇储备占比 4.91%，比重排全球 45 位，而美国与西欧等发达经济体的黄金储备占比基本在 50%以上，全球平均水平为 17.66%、中位水平为 10.4%。即便剔除美国、欧元区国家，剩余国家中位水平也有 9.0%。

图表 60 中国央行黄金储备近年来稳步上升



资料来源：Wind，世界黄金协会，华创证券

图表 61 中国央行黄金储备占比排名 top50

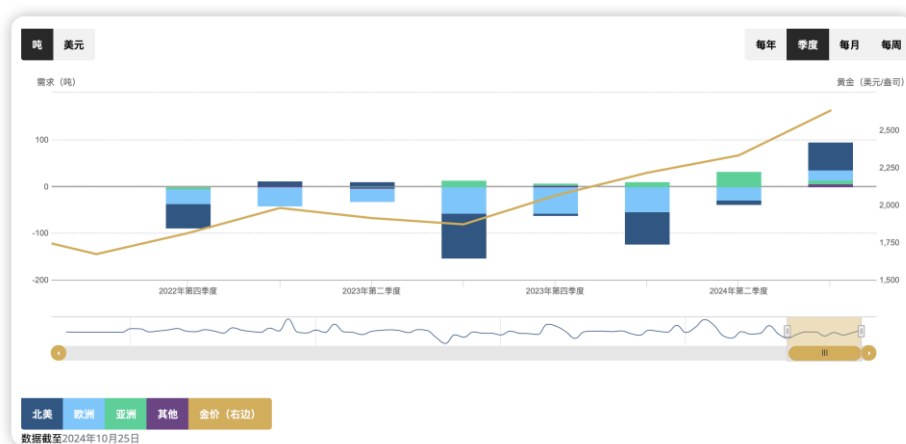


资料来源：Wind，世界黄金协会，华创证券

（二）降息周期助推投资需求走强

随着今年三季度以来美国公布的一系列数据显示，美国通胀、就业市场正在降温，而随着 8 月美联储主席的发言表态，9 月降息成定局，成为美联储 2020 年 3 月来首次降息，标志着美国的货币政策由紧缩周期转向宽松周期。2024 年 12 月 18 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 4.25%至 4.50%之间，并预计 2025 年降息幅度或收窄至 50 个基点。在此背景下，今年三季度黄金 ETF 自 2022 年一季度以来首现净流入，与去年同期的大幅流出(流出 139 吨)相比呈截然相反之势，全球黄金 ETF 流入 95 吨，成为三季度黄金需求增长的主要推手，今年三季度全球黄金需求总量(包括场外投资)同比增长 5%，达到 1313 吨，创下三季度需求记录。

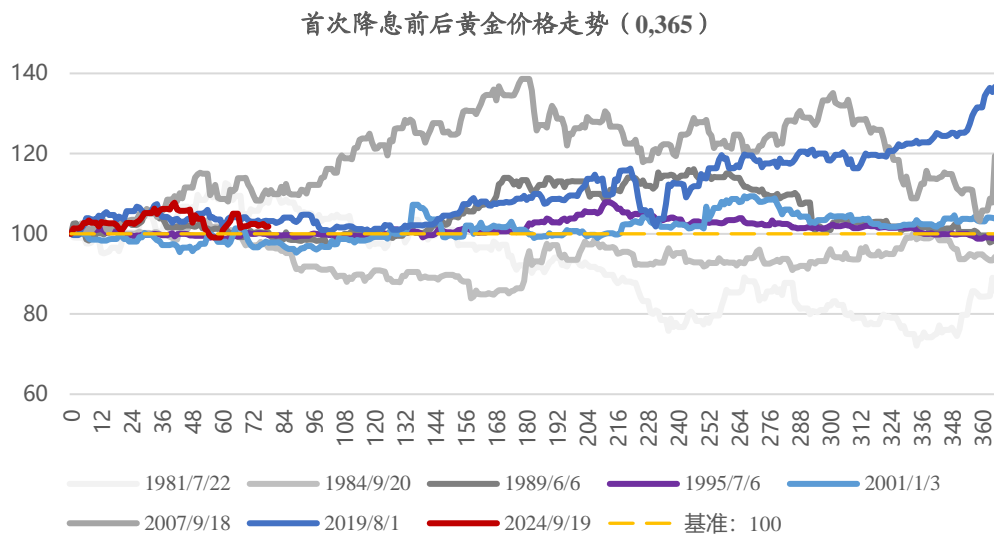
图表 62 2024 年 Q3 黄金 ETF 净流入推升需求增长



资料来源：世界黄金协会

复盘历次降息规律，随着美联储降息的持续推进，黄金投资者等交易盘将持续带来黄金ETF 的资金流入，同时叠加全球地缘政治风险，避险需求提升，黄金作为相对“特殊”的商品，具备可以对抗通胀和地缘政治风险的特效，引入组合可以有效改善资产配置投资组的风险收益特征。

图表 63 历次降息日后 365 日内金价大多表现强势



资料来源: Wind, 华创证券

五、盈利预测及估值分析

关键假设：公司盈利预测基于以下几点：

- 1) 产量上：**考虑公司国内外各矿山的扩产建设进展，我们假设 2024-2026 年公司矿产金产销量均为 15.7 吨、17.3 吨、18.9 吨，电解铜产销量为 5305 吨、8000 吨、10000 吨；
- 2) 价格上：**考虑 24 年金铜均价及当前价格水平，我们假设 2024-2026 年黄金市场价分别为 550、580、580 元/克，电解铜市场价均为 7.5 万元/吨；
- 3) 成本上：**公司近年来国内外矿山销售成本、维持成本总体呈现下滑趋势，但考虑海外高成本矿山的逐步放量，我们预计 2024-2026 年公司整体矿产金销售成本分别为 291 元/克、289 元/克、287 元/克，电解铜销售成本分别为 5.72、5.84、5.95 万元/吨。

综合考虑其他业务，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 90.65、105.72、116.17 亿元，分别同比+25.5%、+16.6%、+9.9%，实现归母净利润分别为 16.4、20.2、22.2 亿元，分别同比+104%、+23%、+10%。

图表 64 赤峰黄金业务拆分

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总计	收入 (亿元)	37.76	62.6	72.16	90.65	105.72	116.17
	成本 (亿元)	25.22	44.7	48.68	52.52	58.62	64.20
	毛利率 (%)	33%	29%	33%	42.1%	44.6%	44.7%
	归母净利润 (亿元)	5.83	4.51	8.04	16.4	20.2	22.2
黄金	销量 (吨)	7.8	13.85	14.51	15.67	17.28	18.92
	克金价格 (元/克)	381	383	436	526	554	554
	克金成本 (元/克)	269.23	277.18	280.22	290.7	289.3	287.0
	收入 (亿元)	29.69	53.05	63.22	82.38	95.73	104.90
	成本 (亿元)	21	38.39	40.66	45.55	50.01	54.30
	毛利率 (%)	29.30%	27.60%	35.70%	44.7%	47.8%	48.2%
电解铜	销量 (吨)	5492	6593	6429	5305	8000	10000
	单吨价格	6.14	5.96	5.94	6.38	6.38	6.38
	单吨成本	2.33	3.93	5.58	5.72	5.84	5.95
	收入 (亿元)	3.37	3.93	3.82	3.38	5.10	6.38
	成本 (亿元)	1.28	2.59	3.59	3.04	4.67	5.95
	毛利率 (%)	62%	34%	6%	10%	8%	7%
有色金属资源综合回收利用业	收入 (亿元)	2.56	3.05	3.98	2.36	2.36	2.36
	成本 (亿元)	2.08	2.61	3.71	2.14	2.14	2.14
	毛利率 (%)	19%	14%	7%	9%	9%	9%

资料来源：公司公告，华创证券预测

盈利预测与投资建议。公司是一家快速成长的国际化黄金生产商，依托全球化业务布局，矿山增量空间大。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.4、20.2、22.2 亿元，分别同比+104%、+23%、+10%。选取山东黄金、中金黄金、山金国际、湖南黄金为可比公司，根据可比公司 PE 估值均值，给予公司 2025 年 16 倍市盈率，目标价 19.4 元，首

次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 65 可比公司估值分析

公司名称	公司代码	收盘价（元） （12月26日）	EPS				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
山东黄金	600547.SH	23.11	0.4	0.8	1.1	1.4	44.4x	29.1x	20.6x	16.8x
中金黄金	600489.SH	12.19	0.6	0.8	0.9	1.1	19.8x	15.6x	13.3x	11.4x
湖南黄金	002155.SZ	16.34	0.4	0.9	1.2	1.5	40.2x	18.2x	13.1x	11.0x
山金国际	000975.SZ	15.6	0.5	0.8	1.0	1.2	30.3x	18.6x	15.1x	12.8x
行业平均			0.5	0.8	1.1	1.3	33.7x	20.4x	15.5x	13.0x

资料来源：Wind，华创证券 注：EPS 预测参考 Wind 机构一致预测

六、风险提示

公司项目扩产不及预期。公司项目扩产建设中可能受到地方政策、地质情况复杂性以及人员设备等因素的影响，可能影响项目审批进度，或导致矿山扩产进程放缓甚至停滞。

金属价格大幅波动。黄金产品是公司主要收入及利润来源，而通货膨胀预期、美元走势、利率、黄金市场供求、经济发展趋势及金融市场稳定性等多种因素都会影响黄金价格的走向，金价的大幅波动，尤其是黄金价格的大幅下跌会对公司的经营业绩带来较大不确定性。

公司成本大幅提升。公司克金成本可能受矿石品位降低、原材料采购成本大幅上升等因素的影响而大幅提高，另受矿山深度较深，开发周期长，投资规模大，安全环保要求高等因素的影响，可能出现生产成本大幅提升的风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,662	3,835	4,936	7,776
应收票据	0	0	0	0
应收账款	513	632	740	819
预付账款	84	263	160	188
存货	2,407	2,345	2,919	3,086
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	229	271	323	344
流动资产合计	4,895	7,346	9,079	12,212
其他长期投资	3	4	4	5
长期股权投资	373	10	10	10
固定资产	5,822	5,943	6,751	6,907
在建工程	592	928	1,096	1,149
无形资产	6,525	6,673	6,706	6,835
其他非流动资产	506	506	507	507
非流动资产合计	13,822	14,064	15,074	15,412
资产合计	18,718	21,410	24,153	27,624
短期借款	850	950	1,050	1,150
应付票据	0	0	0	0
应付账款	552	685	840	870
预收款项	0	0	0	0
合同负债	73	92	107	118
其他应付款	316	316	316	316
一年内到期的非流动负债	342	800	700	614
其他流动负债	1,589	2,094	1,743	1,940
流动负债合计	3,722	4,937	4,757	5,008
长期借款	1,422	766	1,028	1,237
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	5,031	5,031	5,031	5,031
非流动负债合计	6,453	5,797	6,060	6,268
负债合计	10,176	10,734	10,816	11,276
归属母公司所有者权益	6,152	7,709	9,557	11,568
少数股东权益	2,390	2,967	3,779	4,780
所有者权益合计	8,542	10,676	13,336	16,348
负债和股东权益	18,718	21,410	24,153	27,624

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,203	3,688	3,839	4,386
现金收益	2,529	3,591	4,120	4,566
存货影响	-242	62	-574	-167
经营性应收影响	-227	-312	-57	-123
经营性应付影响	-195	396	368	130
其他影响	338	-48	-17	-20
投资活动现金流	-1,771	-1,219	-2,713	-1,424
资本支出	-1,809	-2,187	-2,625	-2,088
股权投资	-16	363	0	0
其他长期资产变化	54	605	-88	664
融资活动现金流	-228	-296	-25	-122
借款增加	226	-98	263	223
股利及利息支付	-146	-409	-444	-474
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-308	210	156	129

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,221	9,065	10,572	11,617
营业成本	4,869	5,252	5,862	6,420
税金及附加	389	499	581	639
销售费用	1	1	1	1
管理费用	461	544	624	639
研发费用	52	66	77	85
财务费用	193	168	125	142
信用减值损失	-2	2	2	2
资产减值损失	-4	-4	-4	-4
公允价值变动收益	-71	-80	-54	-54
投资收益	14	140	70	70
其他收益	17	11	11	11
营业利润	1,208	2,605	3,327	3,716
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	1,206	2,603	3,325	3,714
所得税	335	763	948	1,040
净利润	871	1,840	2,378	2,674
少数股东损益	67	201	361	457
归属母公司净利润	804	1,640	2,016	2,217
NOPLAT	1,011	1,959	2,467	2,777
EPS(摊薄) (元)	0.48	0.99	1.21	1.33

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	15.2%	25.5%	16.6%	9.9%
EBIT 增长率	45.9%	98.0%	24.5%	11.8%
归母净利润增长率	78.2%	104.0%	23.0%	10.0%
获利能力				
毛利率	32.6%	42.1%	44.6%	44.7%
净利率	12.1%	20.3%	22.5%	23.0%
ROE	13.1%	21.3%	21.1%	19.2%
ROIC	8.6%	14.7%	16.3%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	54.4%	50.1%	44.8%	40.8%
债务权益比	89.5%	70.7%	58.6%	49.1%
流动比率	1.3	1.5	1.9	2.4
速动比率	0.7	1.0	1.3	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	22	23	23	24
应付账款周转天数	46	42	47	48
存货周转天数	169	163	162	168
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.99	1.21	1.33
每股经营现金流	1.32	2.22	2.31	2.64
每股净资产	3.70	4.63	5.74	6.95
估值比率				
P/E	33	16	13	12
P/B	4	4	3	2
EV/EBITDA	11	7	6	6

金属行业组团队介绍

组长、首席分析师：马金龙

东北大学材料加工专业硕士。多年央企和工信部原材料司工作经验，拥有丰富材料行业管理经验，熟悉政策及产业发展规律，供给侧改革核心参与人之一；6年卖方研究经验，2次新财富金属和金属新材料第二名、2021上证报最佳材料分析师第二名、连续两年金麒麟冶金行业新锐分析师第一名、2021金麒麟有色金属行业新锐分析师第二名、2021水晶球钢铁行业第三名、2022年新浪财经金麒麟新能源金属（有色）行业最佳分析师第二名。2022年加入华创证券研究所。

高级研究员：刘岗

中南大学材料学硕士。多年有色金属实业经历，参与过多项国内外大型有色矿企的工程项目。7年卖方研究经验，多次获得水晶球、金牛、金麒麟、Wind等最佳分析师奖项，2022年加入华创证券研究所。

高级研究员：马野

美国东北大学金融学硕士。曾任职于天风证券研究所、浙商证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：李梦娇

对外经济贸易大学人口、资源与环境经济学硕士，2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑珺丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522