

《蒙智观察》系列

上市公司分析研究报告

——赤峰黄金（600988）

编制单位：内蒙古蒙智资本运营研究有限公司

编制日期：2024年7月

目 录

第一章、基本情况	3
一、历史沿革	3
二、股权结构	5
2.1 股本结构及其变动情况	5
2.2 前十名股东及其持股情况	6
2.3 控股股东及实际控制人情况	7
第二章、业务与盈利模式	8
一、业务模式	8
1.1 主营业务	8
1.2 主要产品	9
1.3 营收分析	11
二、经营模式	16
2.1 采矿业业务	16
2.2 资源综合回收业务	17
第三章、行业分析	19
一、政策背景	19
二、行业概况	24
2.1 黄金市场分析	24
2.2 银产业分析	24
2.3 公司竞争力分析	31
第四章、财务分析	33
一、2023 年财报数据与关键指标	33
二、经营情况分析与未来盈利展望	35
2.1 经营情况分析	35
2.2 盈利预测	41

第一章、基本情况

一、历史沿革

赤峰黄金吉隆矿业、华泰矿业成立于 2005 年，创始人为赵美光先生，公司设立早期陆续获取红花沟金矿和撰山子金矿两大矿权，2012 年借壳 ST 宝龙实施重大资产重组，并于上交所上市；

公司自 2012 年上市后开启并购扩张之路。2012 年 11 月 23 日，中国证监会《关于核准广东东方兄弟投资股份有限公司重大资产重组及向赵美光等发行股份购买资产的批复》（证监许可〔2012〕1569 号），核准东方兄弟发行股份人民币普通股（A 股）183,664,501 股购买赵美光、赵桂香、赵桂媛、刘永峰、任义国、马力、李晓辉、孟庆国持有的赤峰吉隆矿业有限责任公司 100.00% 的股权资产。

2014 年 5 月 22 日，公司在内蒙古自治区工商局办理了增加注册资本及变更经营范围的工商变更登记手续，公司注册资本变更为人民币 566,604,602 元，经营范围变更为：黄金矿产品销售，对采矿业及其他国家允许投资的行业的投资与管理。

随后于 2013 年收购五龙矿业 100% 股权，2018 年收购老挝塞班铜金矿，2022 年 1 月完成金星资源 62% 股权交割，2022 年 12 月收购溪灯坪金矿。2014-2015 年公司收购雄风稀贵 100% 股权以及广源科技 55% 股权，布局金属资源回收业务，2019 年公司收购瀚丰矿业，布局铅锌铜业务。

2013-2019年，公司先后完成对五龙黄金、雄风环保、广源科技、万象矿业、瀚丰矿业的收购，业务布局扩张至金、铜、铅锌多品类并举和资源综合回收利用业务的双面格局。2020年，公司贯彻“以金为主”战略，对非矿子公司雄风环保进行剥离；

2015年3月18日，公司在中国结算上海分公司办理了向深圳前海麒麟鑫隆投资企业（有限合伙）及招商基金管理有限公司发行合计32,596,360股股份募集配套资金的股份登记手续，变更后的股份总数为713,190,748股。

2022-2023年，公司完成对金星资源的收购获得加纳的Wassa金矿的控制权，并收购新恒河矿业51%股权取得云南溪灯坪金矿控制权，进一步拓展国际化布局、提高资源储备；2023年公司与厦门钨业成立合资公司赤金厦钨在老挝积极推进稀土资源新项目申请。

其中，董事长王建华先生拥有丰富的矿业领域管理经验，曾历任山东黄金董事长、紫金矿业总裁，2013-2016年在紫金任职期间主导了多个海外矿山并购项目，矿山管理和并购经验丰富。自加入赤峰黄金以来，推动了公司对Sepon和Wassa矿的并购，2020年通过协议转让持有公司5.9%股权，截止2024Q1共持有公司4.46%股权。

总体来看，2012-2014年公司凭借国内自有金矿稳步发展，2015-2018年公司一度转向多元化战略，为“采矿业与资源综合回收利用业务双轮驱动”，但2020年后公司回归“以金为主”战略，聚焦黄金主业（2020年转让雄风环保100%股权），并推动资源全球化布局，目前为较纯正的黄金标的。

二、股权结构

2.1 股本结构及其变动情况

截至目前，赤峰黄金总股本为 166,391.14 万股，其中流通 A 股为 166,391.14 万股，占总股本的 100%，无限售股。

表 1 赤峰黄金股本近年来股本结构表

	2022-11-14	2021-01-22	2020-01-22	2019-11-12	2018-04-17
总股本	166,391.14	166,391.14	166,391.14	155,516.94	142,638.15
流通股	166,391.14	153,512.35	142,638.15	142,638.15	142,638.15
流通 A 股	166,391.14	153,512.35	142,638.15	142,638.15	142,638.15
流通 B 股	--	--	--	--	--
流通 H 股	--	--	--	--	--
境外流通股	--	--	--	--	--
三板 A 股	--	--	--	--	--
三板 B 股	--	--	--	--	--
限售股	--	12,878.79	23,752.99	12,878.79	--
限售 A 股	--	12,878.79	23,752.99	12,878.79	--
国家持股	--	--	--	--	--
国有法人持股	--	--	2,132.20	--	--
其他内资持股合计	--	12,878.79	21,620.79	12,878.79	--
境内法人持股	--	5,151.52	13,893.52	5,151.52	--
机构配售股份	--	--	--	--	--
高管持股	--	--	--	--	--
其他境内自然人持股	--	7,727.27	7,727.27	7,727.27	--
外资持股合计	--	--	--	--	--
境外法人持股	--	--	--	--	--
境外自然人持股	--	--	--	--	--
限售 B 股	--	--	--	--	--
限售 H 股	--	--	--	--	--
其他未流通股份	--	--	--	--	--
(以下为股改或上市前的非流通股明细)	--	--	--	--	--
非流通股本	--	--	--	--	--
国有股	--	--	--	--	--
国家股	--	--	--	--	--
国有法人持股	--	--	--	--	--
境内法人股	--	--	--	--	--
境内发起人股	--	--	--	--	--
募集法人股	--	--	--	--	--
一般法人股	--	--	--	--	--
战略投资者持股	--	--	--	--	--
基金持有获配股余额	--	--	--	--	--
自然人发起人股	--	--	--	--	--
转配股	--	--	--	--	--
高管股	--	--	--	--	--
内部职工股	--	--	--	--	--
优先股	--	--	--	--	--
非上市外资股	--	--	--	--	--
原 STAQ 流通股	--	--	--	--	--
原 NET 流通股	--	--	--	--	--
股本变动原因	配售股份上市	配售股份上市	非公开发行股票	非公开发行股票	配售股份上市
公告日期	2022-11-09	2021-01-19	2020-01-31	2019-11-14	2018-04-12
变动日期	2022-11-14	2021-01-22	2020-01-22	2019-11-12	2018-04-17

数据来源：同花顺 iFinD

2.2 前十名股东及其持股情况

表 2 赤峰黄金前十名股东汇总表

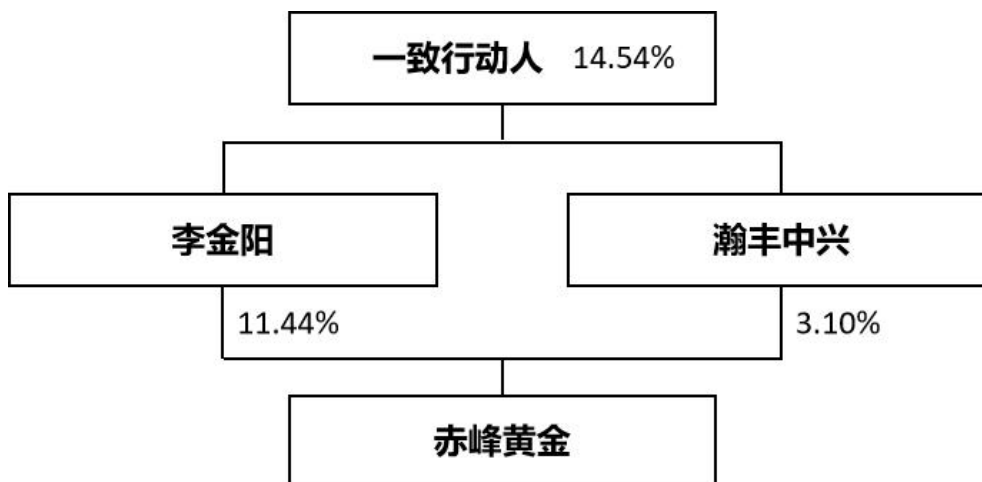
股东名称	持股数量(股)	参考市值(亿元)	占总股本比例	变动方向	变动股数(股)	变动比例	限售股(股)	股本性质	股东性质
李金阳	190,410,595	31.13	11.44%	不变	0	0.00%	0	流通A股	境内自然人
全国社保基金一一八组合	77,002,884	12.59	4.63%	增加	350,000	0.02%	0	流通A股	其他
王建华	74,200,071	12.13	4.46%	增加	571,900	0.03%	0	流通A股	境内自然人
香港中央结算有限公司	61,279,926	10.02	3.68%	增加	37,306,145	2.24%	0	流通A股	其他
烟台瀚丰中兴管理咨询中心(有限合伙)	51,515,151	8.42	3.10%	不变	0	0.00%	0	流通A股	其他
全国社保基金一一二组合	30,937,953	5.06	1.86%	减少	-5,249,599	-0.31%	0	流通A股	其他
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001沪	24,641,613	4.03	1.48%	增加	600,026	0.04%	0	流通A股	其他
中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	19,590,635	3.20	1.18%	新进	--	--	0	流通A股	其他
赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司-第二期员工持股计划	16,575,406	2.71	1.00%	新进	--	--	0	流通A股	其他
工银安盛人寿保险有限公司-短期分红2	16,155,172	2.64	0.97%	新进	--	--	0	流通A股	其他
合计	562,309,406	91.93	33.80%	--	--	--	0	--	--

数据来源：赤峰黄金 2023 年年报

2.3 控股股东及实际控制人情况

赤峰黄金公司的控股股东为李金阳先生，截至 2023 年 12 月 31 日，李金阳先生直接持有赤峰黄金 11.44% 股份。

图 1 赤峰黄金股权结构示意图



数据来源：赤峰黄金公司 2023 年年报

第二章、业务与盈利模式

一、业务模式

1.1 主营业务

赤峰黄金公司的主营业务为黄金、有色金属采选业务，主要通过下属子公司开展。子公司吉隆矿业、五龙矿业、华泰矿业及锦泰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；位于老挝的控股子公司万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼；位于加纳的控股子公司金星瓦萨主要从事黄金采选业务。此外，公司控股子公司广源科技属资源综合回收利用行业，从事废弃电器电子产品处理业务。

2023年公司矿山子公司的主要产品为黄金、电解铜等贵金属、有色金属。黄金的下游用户包括黄金生产企业（生产投资金条、标准金锭）、首饰生产企业、其他工业用金企业等，最终用途包括央行（官方储备）、投资、首饰、工业等方面。铜广泛应用于基础设施、建筑行业和设备制造业等多个行业，如制造通讯线缆、电线电缆及电力设备、管道、机械设备、空调设备等。

公司业务经营范围：有色金属采选、购销；对采矿业及其他国家允许投资的行业的投资与管理；货物或技术进出口。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

1.2 主要产品

（1）黄金

黄金具备商品和金融双重属性，是重要的全球性战略资产和各国金融储备体系的基石，在维护国家金融稳定、经济安全中具有不可替代的作用。赤峰黄金 2023 年完成矿产金 14.35 吨，同比增长 5.79%。国内黄金矿山 2023 年产金 3.32 吨，同比增长 43.1%。国内地下开采黄金矿山选矿完成 73.35 万吨，同比增长 24%，锦泰矿业年度处理矿量（干量）12.29 万吨，完成 D1、D2 两个筑堆。万象矿业金矿石处理量 308.5 万吨，同比减少 18.8%；铜矿石处理量 111 万吨，同比增加 43%；金星瓦萨选厂处理量 255 万吨，同比增加 20.5%。

（2）银精矿和银金属

白银作为催化剂、导电触电极材料及抗微生物剂等，广泛应用于电子、可再生能源及医疗卫生等工业主要增长领域。近年来，随着对白银健康属性的广泛认证，其已出现在工业和消费市场的主流新兴产品中。如医药领域中用银磺胺嘧啶浸染过的医用绷带对烧烫伤有较好护理作用已在市场普及，地方药店皆有这类产品。家居环境中随着白银抗菌性的作用正逐步被应用，需求也将有所增长。

（3）锌精矿和锌金属的用途

锌精矿直接用于锌金属的冶炼。世界上锌的全部消费中大约有一半用于镀锌，约 10%用于黄铜和青铜，不到 10%用于锌基合金，约 7.5%用于化学制品。通过在熔融金属槽中热浸镀需要保护的材料和

制品，锌可用于防蚀。此外，压铸是锌的另一个重要应用领域，它用于汽车、建筑、部分电气设备、家用电器、玩具等的零部件生产。锌也常和铝制成合金，以获得强度高、延展性好的铸件。

（4）铅精矿和铅金属的用途

铅精矿直接用于铅金属冶炼，铅主要用于制造铅蓄电池。铅合金可用于铸铅字，做焊锡；铅还用来制造放射性辐射、X射线的防护设备。铅被用作建筑材料，用在乙酸铅电池中，用作枪弹和炮弹，焊锡、奖杯和一些合金中也含铅。

（5）铜精矿和铜金属的用途

铜被广泛地应用于电气、轻工、机械制造、建筑工业、国防工业等领域，在我国有色金属材料的消费中仅次于铝。铜在电气、电子工业中应用最广、用量最大，占总消费量一半以上。用于各种电缆和导线，电机和变压器的这种，开关以及印刷线路板在机械和运输车辆制造中，用于制造工业阀门和配件、仪表、滑动轴承、模具、热交换器和泵等。在化学工业中广泛应用于制造真空器、蒸馏锅、酿造锅等。在国防工业中用以制造子弹、炮弹、枪炮零件等。在建筑工业中，用做各种管道、管道配件、装饰器件等。

1.3 营收分析

(1) 按产品分类

表3 赤峰黄金营收表（按产品分类）

单位：万元

	2023 年报	2022 年报	2021 年报	2020 年报
原始货币	CNY	CNY	CNY	CNY
数据类型	指标数值	指标数值	指标数值	指标数值
营业收入	722,095.15	626,678.73	378,262.41	455,818.89
黄金	632,226.30	530,472.84	296,876.35	165,764.63
其他	39,833.80	30,547.01	25,620.14	18,965.22
电解铜	38,156.88	39,334.22	33,744.03	168,335.96
锌精粉	6,536.99	17,430.31	13,596.37	8,856.26
铅精粉	2,974.37	3,973.36	3,470.04	4,549.88
铜精粉	1,596.24	2,175.62	3,801.13	2,107.83
其他业务	459.91	638.20	638.00	1,789.50
白银	310.67	1,739.12	516.33	70,032.35
钯	--	--	--	230.18
铋	--	--	--	1,193.16
粗铅	--	--	--	3,925.36
二氧化锗	--	--	--	595.58
废旧电子拆解	--	--	--	--
海绵铜	--	--	--	1,472.11
氯化钯	--	--	--	--
铂精粉	--	368.05	--	--
铅	--	--	--	5,198.56
铅铋合金	--	--	--	--
铋	--	--	--	1,615.96
铜	--	--	--	--
锡	--	--	--	1,186.35
氧化铋	--	--	--	--
铟	--	--	--	--
合计	722,095.15	626,678.73	378,262.41	455,818.89
营业成本	486,861.51	447,172.76	252,448.83	315,308.88
黄金	406,565.13	383,868.96	209,964.76	89,385.88
其他	37,101.87	26,137.24	20,840.46	15,122.49
电解铜	35,856.21	25,888.11	12,789.71	124,905.12
锌精粉	5,150.75	8,084.81	6,433.06	5,612.20
铅精粉	1,213.97	1,223.26	1,022.71	1,263.05
铜精粉	703.99	851.37	981.34	714.46
其他业务	95.21	126.68	160.22	347.76
白银	174.39	508.25	256.57	63,702.01
钯	--	--	--	331.77
铋	--	--	--	1,244.81
粗铅	--	--	--	3,693.16
二氧化锗	--	--	--	650.26
废旧电子拆解	--	--	--	--
海绵铜	--	--	--	1,182.52
氯化钯	--	--	--	--
铂精粉	--	484.07	--	--
铅	--	--	--	5,011.74
铅铋合金	--	--	--	--
铋	--	--	--	1,221.45
铜	--	--	--	--
锡	--	--	--	920.22
氧化铋	--	--	--	--
铟	--	--	--	--
合计	486,861.51	447,172.76	252,448.83	315,308.88
毛利	235,233.65	179,505.97	125,813.58	140,510.01
黄金	225,661.17	146,603.88	86,911.59	76,378.75

续上表 3

其他	2,731.93	4,409.77	4,779.68	3,842.74
电解铜	2,300.67	13,446.11	20,954.32	43,430.84
锌精粉	1,386.25	9,345.50	7,163.31	3,244.06
铅精粉	1,760.41	2,750.10	2,447.33	3,286.83
铜精粉	892.24	1,324.25	2,819.79	1,393.37
其他业务	364.70	511.52	477.78	1,441.74
白银	136.28	1,230.87	259.77	6,330.34
钯	--	--	--	-101.58
铑	--	--	--	-51.65
粗铅	--	--	--	232.20
二氧化锗	--	--	--	-54.68
废旧电子拆解	--	--	--	--
海绵铜	--	--	--	289.59
氯化钯	--	--	--	--
铂精粉	--	-116.02	--	--
铅	--	--	--	186.82
铅铋合金	--	--	--	--
锑	--	--	--	394.51
铜	--	--	--	--
锡	--	--	--	266.14
氧化铑	--	--	--	--
铟	--	--	--	--
合计	235,233.65	179,505.97	125,813.58	140,510.01
毛利率	32.58%	28.64%	33.26%	30.83%
黄金	35.69%	27.64%	29.28%	46.08%
其他	6.86%	14.44%	18.66%	20.26%
电解铜	6.03%	34.18%	62.10%	25.80%
锌精粉	21.21%	53.62%	52.69%	36.63%
铅精粉	59.19%	69.21%	70.53%	72.24%
铜精粉	55.90%	60.87%	74.18%	66.10%
其他业务	79.30%	80.15%	74.89%	80.57%
白银	43.87%	70.78%	50.31%	9.04%
钯	--	--	--	-44.13%
铑	--	--	--	-4.33%
粗铅	--	--	--	5.92%
二氧化锗	--	--	--	-9.18%
废旧电子拆解	--	--	--	--
海绵铜	--	--	--	19.67%
氯化钯	--	--	--	--
铂精粉	--	-31.52%	--	--
铅	--	--	--	3.59%
铅铋合金	--	--	--	--
锑	--	--	--	24.41%
铜	--	--	--	--
锡	--	--	--	22.43%
氧化铑	--	--	--	--
铟	--	--	--	--

数据来源：同花顺 iFinD

（2）按行业分类

表 4 赤峰黄金营收表（按行业分类）

单位：万元

	2023 年报	2022 年报	2021 年报	2020 年报
原始货币	CNY	CNY	CNY	CNY
数据类型	指标数值	指标数值	指标数值	指标数值
营业收入	722,095.15	626,678.73	378,262.41	455,818.89
采矿业	681,801.45	595,493.52	352,004.26	337,533.54
资源综合回收利用	39,833.80	30,547.01	25,620.14	116,495.85
其他业务	459.91	638.20	638.00	1,789.50
合计	722,095.15	626,678.73	378,262.41	455,818.89
营业成本	486,861.51	447,172.76	252,448.83	315,308.88
采矿业	449,664.43	420,908.83	231,448.15	211,214.72
资源综合回收利用	37,101.87	26,137.24	20,840.46	103,746.39
其他业务	95.21	126.68	160.22	347.76
合计	486,861.51	447,172.76	252,448.83	315,308.88
毛利	235,233.65	179,505.97	125,813.58	140,510.01
采矿业	232,137.02	174,584.68	120,556.12	126,318.82
资源综合回收利用	2,731.93	4,409.77	4,779.68	12,749.46
其他业务	364.70	511.52	477.78	1,441.74
合计	235,233.65	179,505.97	125,813.58	140,510.01
毛利率	32.58%	28.64%	33.26%	30.83%
采矿业	34.05%	29.32%	34.25%	37.42%
资源综合回收利用	6.86%	14.44%	18.66%	10.94%
其他业务	79.30%	80.15%	74.89%	80.57%

数据来源：同花顺 iFinD

（3）按地区分类

表 5 赤峰黄金营收表（按地区分类）

单位：万元

	2023 年报	2022 年报	2021 年报	2020 年报
原始货币	CNY	CNY	CNY	CNY
数据类型	指标数值	指标数值	指标数值	指标数值
营业收入	722,095.15	626,678.73	378,262.41	455,818.89
海外	519,184.87	478,610.39	251,930.63	220,323.87
境内	202,450.38	147,430.14	125,693.78	--
其他业务	459.91	638.20	638.00	1,789.50
安徽	--	--	--	5,449.33
北京	--	--	--	8,363.05
福建	--	--	--	520.43
甘肃地区	--	--	--	1.85
广东	--	--	--	15,651.24
广西地区	--	--	--	--
贵州	--	--	--	27.76
河北地区	--	--	--	40.43
河南	--	--	--	39,206.50
湖北地区	--	--	--	188.82
湖南省	--	--	--	55,910.17
江苏	--	--	--	2,790.18
江西	--	--	--	2,683.73
辽宁	--	--	--	22,208.89
内蒙古	--	--	--	--
山东	--	--	--	461.19
上海	--	--	--	25,543.43
山西地区	--	--	--	--
深圳地区	--	--	--	25,057.79
四川地区	--	--	--	25,094.55
天津	--	--	--	2,932.90
云南	--	--	--	1,265.35
浙江地区	--	--	--	307.90
合计	722,095.15	626,678.73	378,262.41	455,818.89
营业成本	486,861.51	447,172.76	252,448.83	315,308.88
海外	391,782.46	366,928.16	185,717.09	168,440.71
境内	94,983.84	80,117.92	66,571.52	--
其他业务	95.21	126.68	160.22	347.76
安徽	--	--	--	4,101.91
北京	--	--	--	6,838.49
福建	--	--	--	472.91
甘肃地区	--	--	--	1.52
广东	--	--	--	14,206.92
广西地区	--	--	--	--
贵州	--	--	--	23.00
河北地区	--	--	--	33.06
河南	--	--	--	13,155.89
湖北地区	--	--	--	171.58
湖南省	--	--	--	44,624.03
江苏	--	--	--	2,446.41
江西	--	--	--	2,364.58
辽宁	--	--	--	10,503.55
内蒙古	--	--	--	--
山东	--	--	--	339.18
上海	--	--	--	23,210.73
山西地区	--	--	--	--
深圳地区	--	--	--	12,416.37
四川地区	--	--	--	7,784.38
天津	--	--	--	2,405.18

续上表 5

云南	--	--	--	1,149.79
浙江地区	--	--	--	270.92
合计	486,861.51	447,172.76	252,448.83	315,308.88
毛利	235,233.65	179,505.97	125,813.58	140,510.01
海外	127,402.41	111,682.24	66,213.54	51,883.16
境内	107,466.54	67,312.21	59,122.26	--
其他业务	364.70	511.52	477.78	1,441.74
安徽	--	--	--	1,347.42
北京	--	--	--	1,524.56
福建	--	--	--	47.53
甘肃地区	--	--	--	0.34
广东	--	--	--	1,444.32
广西地区	--	--	--	--
贵州	--	--	--	4.76
河北地区	--	--	--	7.37
河南	--	--	--	26,050.60
湖北地区	--	--	--	17.24
湖南省	--	--	--	11,286.14
江苏	--	--	--	343.77
江西	--	--	--	319.15
辽宁	--	--	--	11,705.35
内蒙古	--	--	--	--
山东	--	--	--	122.01
上海	--	--	--	2,332.71
山西地区	--	--	--	--
深圳地区	--	--	--	12,641.42
四川地区	--	--	--	17,310.18
天津	--	--	--	527.72
云南	--	--	--	115.55
浙江地区	--	--	--	36.98
合计	235,233.65	179,505.97	125,813.58	140,510.01
毛利率	32.58%	28.64%	33.26%	30.83%
海外	24.54%	23.33%	26.28%	23.55%
境内	53.08%	45.66%	47.04%	--
其他业务	79.30%	80.15%	74.89%	80.57%
安徽	--	--	--	24.73%
北京	--	--	--	18.23%
福建	--	--	--	9.13%
甘肃地区	--	--	--	18.23%
广东	--	--	--	9.23%
广西地区	--	--	--	--
贵州	--	--	--	17.16%
河北地区	--	--	--	18.23%
河南	--	--	--	66.44%
湖北地区	--	--	--	9.13%
湖南省	--	--	--	20.19%
江苏	--	--	--	12.32%
江西	--	--	--	11.89%
辽宁	--	--	--	52.71%
内蒙古	--	--	--	--
山东	--	--	--	26.46%
上海	--	--	--	9.13%
山西地区	--	--	--	--
深圳地区	--	--	--	50.45%
四川地区	--	--	--	68.98%
天津	--	--	--	17.99%
云南	--	--	--	9.13%
浙江地区	--	--	--	12.01%

数据来源：同花顺 iFinD

二、经营模式

2.1 采矿业业务

公司境内黄金矿山吉隆矿业、华泰矿业主要产品为合质金，五龙矿业产品为金精粉，锦泰矿业产品为载金炭。黄金产品的主要客户为拥有上海黄金交易所会员资质的黄金精炼厂，公司将黄金产品移交客户通过上海黄金交易所交易系统销售，结算价格以点价的市场价扣除加工费、手续费确定，货款在点价当日或次日结算，也可预结部分货款。

瀚丰矿业主要产品包括锌精粉、铅精粉（含银）、铜精粉（含银）和钼精粉。瀚丰矿业精矿对外销售的定价一般以精矿中所含的金属的市场价格为基准确定。主要是以上海有色网 1# 锌锭的价格、1# 铅现货的价格，上海期货交易所铜即期合约结算价为基准价，并根据精粉产品中实际金属含量，综合考虑运输费、检斤费等因素确定结算价格；产品销售主要是通过预收货款的方式进行，产品销售对象为长期合作的下游大型冶炼企业。

公司控股子公司万象矿业目前运营老挝塞班（Sepon）金铜矿，开采方式为露天开采与地下开采相结合。万象矿业拥有金和铜两条独立生产线，年处理矿石能力 300 万吨以上。主要产品为黄金和电解铜，黄金产品为含金 30%-80%、含银 20%-70% 的合质金，通过招标方式在全球范围内遴选销售客户，主要为国际大型黄金精炼厂，可以选择按公司检验结果的 95% 以现货价销售或者次日精炼结果确定后以现货价全部出售，客户在销售当天或者次日支付销售款。万象

矿业阴极铜为伦敦金属交易所 A 级品质，合作客户为国际大宗商品贸易商，销售模式根据国际贸易规则由双方协商确定。

公司控股子公司金星瓦萨目前运营加纳瓦萨（Wassa）金矿，开采方式为露天开采与地下开采相结合，选厂年处理矿石能力 270 万吨以上。金星瓦萨主要产品为含量 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，定价基准为伦敦金银市场协会现货黄金定盘价，在送达冶炼厂完成冶炼当日定价，一般在在定价三日内完成结算回款。

2.2 资源综合回收业务

控股子公司广源科技是一家专业处置工业危险废物、拆解废弃电器电子产品、资源综合利用和动力电池回收的综合型环保企业，享受国家废弃电器电子产品处理基金补贴，目前年拆解能力 265 万台；2022 年 1 月，经合肥市生态环境局审批批准，取得《危险废物经营许可证》，开展合肥市危险废弃物综合转运处理中心业务，广源科技小微企业危险废物收集贮存转运中心项目具备《国家危险废物名录》中危险废物 13 个大类 67 个小类的经营资质，具有收集、贮存危险废物 10,000 吨/年的能力。广源科技废弃电器电子产品拆解业务流程严格按照生态环境部和工业和信息化部《废弃电器电子产品规范拆解处理作业及生产管理指南（2015 年版）》执行，主要采用人工拆解与机械处理相结合的综合拆解处理技术，并对拆解后的物质进行深度机械分选分离等综合处理。广源科技将合肥市作为主要原料采购市场，并布局合肥周边 30 多个县市，与当地规模较

大的客户每月签订采购合同，结合市场行情及供应商运输距离等因素采用市场浮动定价，根据拆解产物数量和市场行情确定销售批次时间，竞标报价，货物由客户现场自提，款到发货。

第三章、行业分析

一、政策背景

近年来，我国出台了一系列促进有色金属行业特别是高温合金这一细分领域发展的产业政策。国家陆续出台了多项政策，鼓励 AI 芯片行业发展与创新，《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年版）》《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》等产业政策为有色金属行业的发展提供了明确、广阔的市场前景，为企业提供了良好的生产经营环境。具体情况列示如下：

表 6 2017 年以来有色金属产业部分政策统计

发布日期	政策名称	发布单位	主要内容
2022 年 8 月	《有色金属行业稳增长工作方案》	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、商务部、海关总署、国家粮食和储备局六部门联合发布	分别对提升供给能力，保障上下游行业平稳增长；加大技术改造力度，促进行业高端化智能化绿色化发展；引导产品消费升级，培育壮大行业增长新动能；优化进出口贸易，提升行业开放合作水平四个方面提出指导性意见。
2022 年 2 月	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年版）》	国家发展改革委工业和信息化部生态环境部、国家能源局联合发布	科学做好重点领域节能降碳改造升级提出明确要求，一是引导改造升级，二是加强技术攻关；三是促进集聚发展；四是加快淘汰落后。其中，“有色金属冶炼行业节能降碳改造升级实施指南”的工作目标是，到 2025 年，通过实施节能降碳技术改造，铜、铝、铅、锌等重点产品能效水平进一步提升。电解铝能效标杆水平以上产能比例达到 30%，铜、铅、锌冶炼能效标杆水平以上产能比例达到 50%，4 个行业能效基准水平以下产能基本清零，各行业节能降碳效果显著，绿色低碳发展能力大幅提高。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	国务院	制造业之高端新材料核心竞争力提升：推动高性能合金、高温合金等先进金属材料取得突破。
2020 年 9 月	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	发改委等四部委	加快新材料产业强弱项。围绕保障大飞机、微电子制造、深海采矿等重点领域产业链供应链稳定，加快在光刻胶、高纯靶材、高温合金、高性能纤维材料、高强高导耐热材料、耐腐蚀材料、大尺寸硅片、电子封装材料等领域实现突破。
2018 年 10 月	《战略性新兴产业分类（2018）》	国家统计局	高温合金、镍基耐蚀合金、耐磨耐蚀铜合金、海洋工程与高技术船舶用铜材（耐高流速白铜管等）、铁路贯通线用铜带（高性能黄铜材料）属于战略性新兴产业。

续上表 6

发布日期	政策名称	发布单位	主要内容
2018年5月	《国务院办公厅关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》	工信部	贯彻党的十九大关于深化供给侧结构性改革，提高供给体系质量，优化存量资源配置，实现供需动态平衡的精神，电解铝企业实施产能置换。
2018年1月	《铜铝等有色行业规范及准入条件》	工信部	工信部2018年全面修订铜、铝、铅、锌、镍、钨、钼、镁8个品种的行业规范及准入条件，明确行业规范，鼓励和引导行业转型升级，适应新形势下的产业技术进步需求，提高技术能耗、环保等门槛。在完善监督管理办法和中报大纲方面，建立动态管理机制，对已公告企业实施年度审核，同时完成第四批钢规范企业的公告。
2017年9月	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	科技部	我国高温合金与国外先进水平还存在较大差距；为加强我国材料体系的建设，大力发展高性能碳纤维与复合材料、高温合金、军工新材料、第三代半导体材料、新型显示技术、特种合金和稀土新材料等，满足我国重大工程与国防建设的材料需求。
2017年1月	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录(2016)》	发改委	镍基合金、铜镍管属于新材料产业之先进结构材料产业之高性能有色金属及合金材料。

2022年，面对世界格局加速演变、世界经济下行等多重考验，中国经济增长平稳，经济结构改善，科技创新、转型升级取得了重大突破，国民经济实现了高质量发展，经济新常态得到稳固，宏观经济运行总体平稳。有色金属行业以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻落实党中央、国务院有关决策部署，沉着应对风险挑战，奋力完成改革发展稳定任务。

2022年11月15日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部联合印发《有色金属行业碳达峰实施方案》，根据方案的总体要求，公司坚持合理开发利用资源，始终秉持“珍爱自然资源保护绿水青山”的环保理念，重视环境保护，倡导绿色节能；积极转变发展方式，加强研发力度，推进生产技术升级，加强绿色矿山建设；同时，加快推进信息化、智能化矿山建设。

2023年1月，自然资源部发布《矿业权出让交易规则》（下称《规则》），就进一步规范矿业权出让交易行为，确保矿业权出让交易公开、公平、公正，维护国家权益和矿业权人合法权益作出具

体要求。《规则》优化了自然资源主管部门与交易平台的职责分工，对矿业权出让登记管理改革、电子化交易、失信惩戒、协同监管等要求进行了细化。同时明确以招标、拍卖、挂牌方式出让矿业权的，应当在统一的公共资源交易平台体系中进行。《规则》的出台有利于矿业权交易公平公开公正，有利于有效维护矿业权市场良好秩序，为矿业权出让提供了更有效的制度保障。

2023年4月份，财政部、自然资源部、国家税务总局联合印发了《矿业权出让收益征收办法》，将现行对绝大多数矿种在出让环节依据矿业权出让的评估结果“一次性交”，调整为主要在矿山开采环节按销售收入“逐年交”。该办法的推出，切实有效的减轻了公司矿山开发、探矿找矿的财务负担。

2023年5月份，自然资源部研究出台了《关于进一步完善矿产资源勘查开采登记管理的通知》（自然资规〔2023〕4号），主要包含三个内容：一是鼓励“就矿找矿”，采矿权人在矿区范围深部、上部开展勘查工作，无须办理探矿权新立登记。二是简化探矿权转采矿权程序。三是精简矿业权登记申请资料。该政策有助于促进矿业的健康可持续发展，在“寻找优质矿产，勘探现有资源”方面为公司提供强有力的政策支持。

2023年08月21日，工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、商务部、海关总署、国家粮食和储备局六部门联合印发《有色金属行业稳增长工作方案》的通知，分别对提升供给能力，保障上下游行业平稳增长；加大技术改造力度，促进行业高

端化智能化绿色化发展；引导产品消费升级，培育壮大行业增长新动能；优化进出口贸易，提升行业开放合作水平四个方面提出指导性意见。

2023年9月，国务院办公厅发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》（下称《意见》）。《意见》着力从根本上消除事故隐患、从根本上解决问题，提出一系列加强和改进矿山安全生产工作的重大任务和重要举措，对进一步推动我国矿山安全治理模式向事前预防转型、确保矿山安全高质量发展具有十分重要的作用。

2023年9月，国家矿山安全监察局印发《防范非煤矿山典型多发事故六十条措施》（下称《措施》）。《措施》从防范地下矿山透水事故、防范地下矿山火灾事故、防范地下矿山冒顶片帮事故、防范地下矿山坠罐事故、防范露天矿山边坡坍塌事故及防范尾矿库溃坝泄漏事故6个方面作出针对性的防范措施。为进一步减少非煤矿山事故总量，有效防范遏制重特大事故，促进非煤矿山安全生产形势持续稳定好转提出具体防范要求。

2023年12月，自然资源部发布《关于明确存量采矿用地复垦修复土地验收有关要求的通知》（下称《通知》），就落实采矿项目新增用地与复垦修复存量采矿用地相挂钩有关要求，规范存量采矿用地复垦修复土地验收工作作出明确要求。《通知》明确指出企业存量采矿用地适用范围及复垦修复应遵循的原则，以及复垦修复验收核实内容及要求、验收程序和填报及结果运用等内容。同

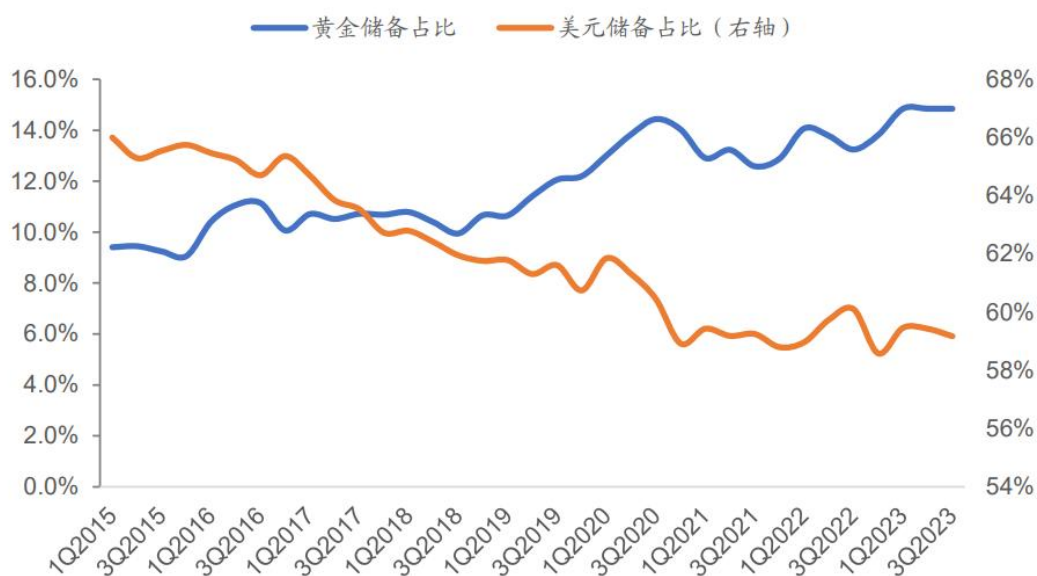
时要求有关支撑单位要充分发挥技术优势，在复垦修复科技创新、标准研制、动态监测等方面做好服务保障工作。

二、行业概况

2.1 黄金市场分析

美元在全球外汇储蓄中的占比降低。黄金的货币属性对应黄金对美元体系的替代性，近年来，美国财政赤字和债务水平过高，美元的信用和价值或受到冲击。截至 2023 年三季度，美元占全球公开官方外汇储备的 59.17%，美元份额的下降已经被多种其他货币所取代，截至 2023 年底，黄金在全球外汇储备占比达到 15.2%。

图 2 黄金与美元在外汇储备中的占比



数据来源：信达证券

全球央行大幅增加黄金储备。2023 年在地缘政治带来的不确定性和高通胀背景下，全球央行购金需求总计 1037 吨。在信用货币体系出现格局变化、不确定性增加的背景下，全球央行选择黄金作为信用货币储备的补充，既符合黄金的特点，也满足央行储备的要求，对中长期黄金价格起到支撑作用。根据世界黄金协会的《2023 年央行黄金储备调查》，各国央行对美元未来角色看法较此前更悲观，

对黄金未来作用的想法更乐观，62%的央行表示黄金将在总储备中占有更大的份额。

图3 标准普尔波动率指数与黄金价格（美元/盎司）走势



数据来源：信达证券

降息预期强化，金价有望持续走强。黄金价格走势判断需要考虑多种因素，历史复盘来看，最有效的定价因素是实际利率，同时需要考虑宏观周期所处位置。过去四十年，通过复盘黄金在加息与降息进程的走势及其变化原因，2006年与2018年的加息末期，黄金价格涨幅较大，从底部区间上涨幅度分别达到339%、70%。2006年主要系次贷危机背景下，美元指数下行，黄金货币属性增强；2018年主要系全球经济下滑及逆全球化思想抬头背景下，全球低利率政策及避险需求带动黄金价格上涨。2023年7月加息结束后美联储已经第六次停止加息，美联储保留2024年内3次的降息预期后，现货黄金上涨突破2200美元的关口，2023年以来本轮黄金价格底

部上涨幅度已超过 30%，虽有提前抢跑预期，但我们预计正式降息后，叠加黄金的避险属性与货币属性，黄金价格有望再创新高。

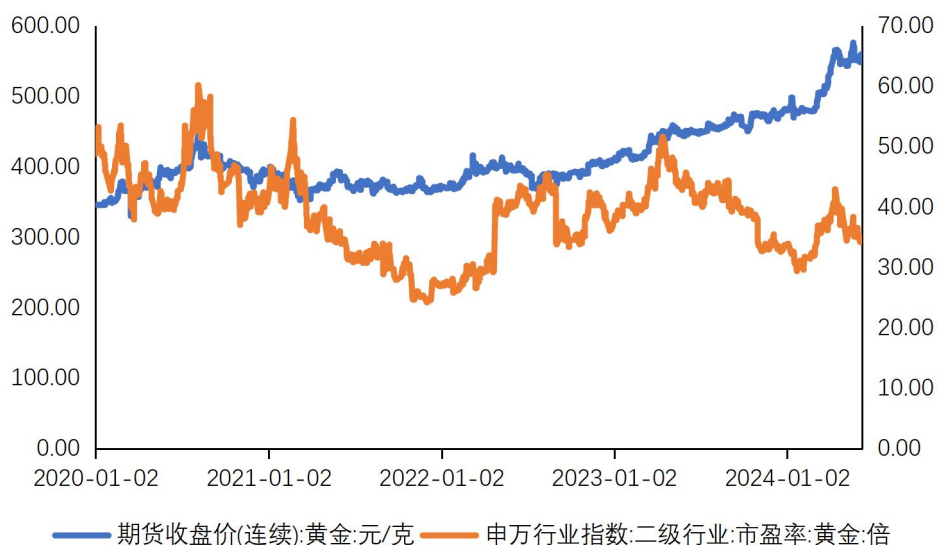
图 4 2019 年以来黄金价格复盘



数据来源：同花顺 iFinD

黄金股估值中枢有望提升。复盘来看，我们认为金价与黄金股估值多数时间呈现背离走势，一方面是市场对于周期股的固有估值框架，另外黄金企业生产和收购成本的增加引发市场对于其盈利能力的担忧。黄金股在金价开启主升浪阶段涨幅最明显，成本低利润率高的企业前期有望充分受益，随着金价不断突破前高，我们认为黄金股估值中枢将持续提升。

图5 黄金价格（美元/盎司）与黄金股市盈率走势

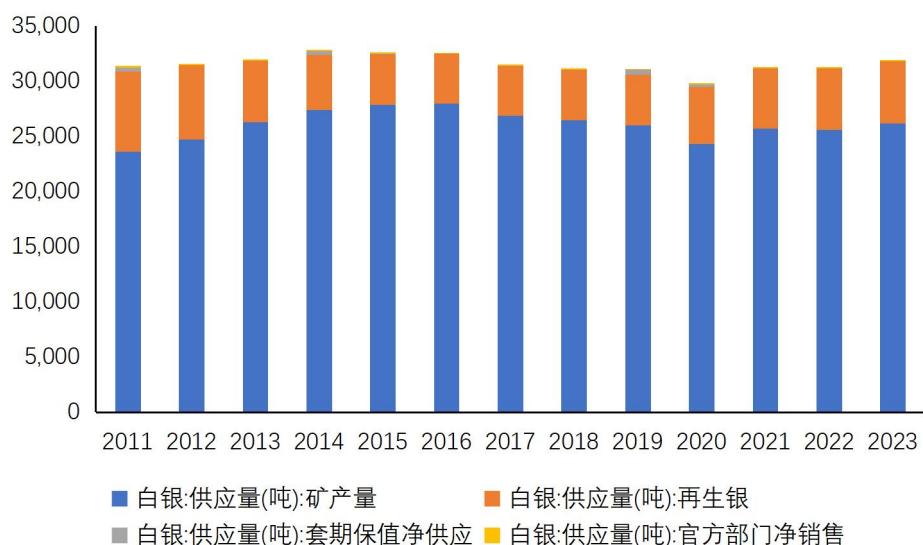


数据来源：同花顺 iFinD

2.2 银产业分析

供给层面，全球银矿产量保持稳定。矿山银供应稳定，再生银稳步提升。2022年，全球矿产银产量小幅下降0.6%至822.4百万盎司。主要由于铅、锌矿的副产品产量下降3.5%至248.2百万盎司。回收银产量连续第三年增长，3%的增长使回收总量达到10年来的新高，为180.6百万盎司。在全球白银供应量构成方面来看，全球的白银构成以矿产开采为主，占据总量的80%左右，其次为再生银供给，占总量的17%左右，其他供给占比较少。

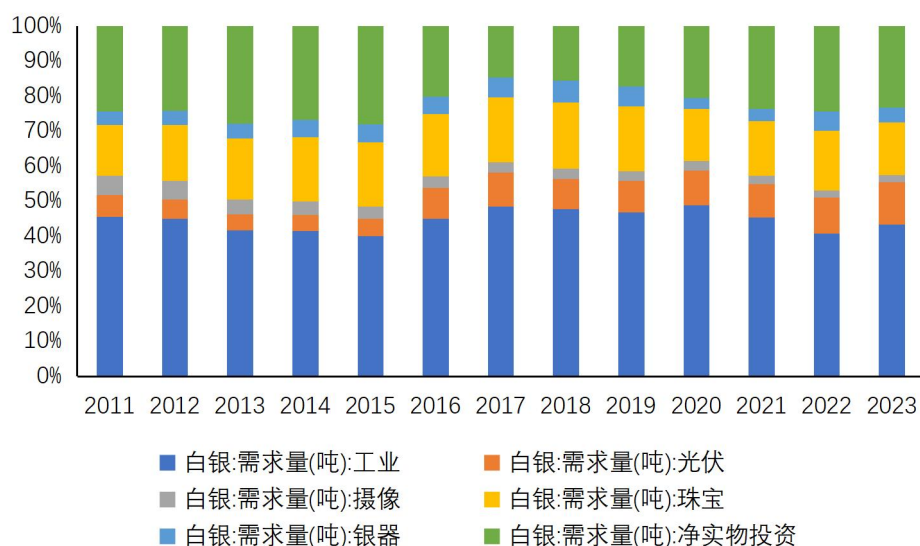
图 6 全球白银供应量构成示意图



数据来源：同花顺 iFinD

需求层面，工业用银占比最大，光伏用银为主要增量。白银需求主要分为工业制造、珠宝首饰银器、净实物投资三个部分，其中工业需求占总需求超过 50%。光伏用银增长迅速，2022 年占比达 11.3%，随着 N 型电池市占率的提升，白银需求量或显著增加。

图 7 全球白银需求量构成示意图

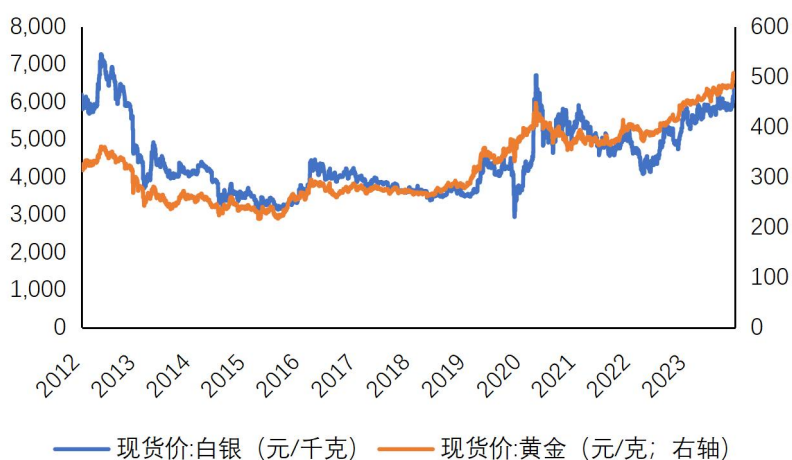


数据来源：同花顺 iFinD

光伏电子银浆白银需求提振白银工业属性，金银比有望高位回落，白银更具弹性。白银作为催化剂、导电触电材料以及抗微生物剂等，被广泛应用于电子、可再生能源以及医疗卫生等工业主要增长领域。随着对白银健康属性的广泛认证，其已出现在工业和消费者市场的主流新兴产品中，银浆作为光伏电极材料印刷于硅片两面构成电池片，起到重要的导电作用：根据 CPIA 数据，2022 年 P 型电池正银用量为 65mg/片，背银消耗量 26mg/片；n 型 TOPCon 电池双面银浆平均消耗量 115mg/片；HJT 低温银浆 127mg/片。SMM 数据显示，2025 年全球光伏银浆需求有望达到 6732 吨，年均增长 900 吨，进一步扩大银供需紧张的局面，提振工业属性。

价格层面，白银和黄金同属于贵金属，价格走势与美债收益率相关性大，但白银波动更剧烈。宏观情绪主导贵金属价格，白银和黄金价格走势基本相同，近五年相关系数为 0.87，显示强相关。并且，通过历史行情可以发现白银的价格波动远大于黄金，白银展现出更强的价格弹性。

图 8 白银与黄金价格趋势呈同向变动趋势



数据来源：同花顺 iFinD

美联储加息尾声叠加避险需求，贵金属价格有支撑，但短期博弈增加。美国 2023 年 9 月末季调 CPI 同比升 3.7%，增幅高于预期值 3.6%，前值为 3.7%；季调核心 CPI 同比升 4.1%，符合市场预期，前值升 4.4%。CPI 略有反弹，但核心 CPI 回落，通胀仍在放缓。美国根据 FEDWatch 工具显示，加息进入尾声的概率较高，2024 年目标利率水平 4.5-4.75%，关于降息的首次预期目前为 2024 年 6 月份。

图 9 美国 CPI 反弹延后降息预期示意图



数据来源：同花顺 iFinD

2023 年度银价走势两度冲高回落，整体呈震荡上行的走势。年初市场对于今年美国经济衰退的预期强烈，并认为美联储会在今年开始降息，市场参与者抢跑降息预期，白银开启上涨行情至 5450 元/千克附近；2 月初美联储放缓加息至 25BP 落地，但释放鹰派信号，投资者对于美联储降息的预期推迟，美元指数和美债收益率反弹，银价回调；3 月初，市场担忧银行业危机外溢形成系统性风险，避险需求的推动，贵金属价格强势拉涨，5 月份触及高点 5868 元/千克后持续保持高位震荡的走势。

2.3 公司竞争力分析

目前公司的主营业务为黄金、有色金属采选业务。公司的核心竞争力主要体现在资源、技术及管理等方面。

一是具备进取的管理团队和良好的激励机制。公司的经营管理团队由在矿业领域和资本市场有丰富经验的专家组成，涵盖企业管理、采矿、选矿、地质、测量、财务、法律等各个专业。董事长王建华先生带领管理层转变观念，打开边界，提升整体认知水平，进行了深刻的内部改革，公司管理团队的认知格局日渐提升，自我成长意识逐渐提高，自我追求理念逐渐形成。通过员工持股计划等方式，使股份向一线渗透，核心骨干与公司发展深度绑定，让“共生共长，共担共享”深入人心，落到实处。经过近几年的探索和实践，公司逐步建立了符合公司实际的管理模式和激励考核机制，在成本控制、降本增效、提高劳动效率等方面卓有成效。

通过实施海外并购，公司不仅获得了优质资产和资源储备，而且获得了国际先进的技术和矿山管理方法、管理模式以及国际化人才队伍，为公司可持续发展奠定了基础。

二是具备进一步获取资源的潜力。境内黄金矿业子公司所属部分矿山的矿石品位较高，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。同时，公司黄金矿山分布于全国重点成矿带，有进一步获取资源的潜力。

公司控股子公司万象矿业运营的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，探矿前景广阔。公司控股子公司金星资源核心资产为位于加纳的瓦萨金矿，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。

公司全资子公司瀚丰矿业为锌铅铜钼多金属矿业企业，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。

三是具备良好的技术研发能力。老挝塞班金铜矿、加纳瓦萨金矿都已持续稳定运营15年以上，拥有国际先进的矿业生产技术，通过自主攻关及外部交流，塞班矿选矿回收率自投产之初提升了近20%；吉隆矿业和华泰矿业新采用的“尾矿脱氰压滤工艺”改变了原尾矿产压滤排放工艺，尾渣总氰含量及其它有害元素含量均符合《黄金行业氰渣利用与处置污染控制技术规范》要求，为国内同行业选矿氰渣尾矿技术处理摸索出了新途径。经中国黄金协会组织专家鉴定，吉隆矿业与长春黄金研究院共同完成的《氰化尾渣脱氰处理关键技术研究与应用》项目成果具有创新性，环境效益、经济效益和社会效益显著，达到了国际先进水平。

第四章、财务分析

一、2023 年财报数据与关键指标

赤峰黄金于 2024 年 3 月 30 日发布 2023 年年报，2023 年度公司实现营业总收入 722,095.15 万元，同比增长 15.23%；实现归母净利润 86,624.24 万元，同比增长 115.97%；关键比率中，2023 年度公司资产负债率为 54.36%、总资产周转率为 0.40 次、销售毛利率为 32.58%、销售净利率为 12.06%。

表 7 赤峰黄金财务报表汇总

单位：万元

	2024 一季报	2023 年报	2022 年报	2021 年报
利润表摘要				
营业总收入	185,384.21	722,095.15	626,678.73	378,262.41
营业总收入同比增长率(%)	16.83	15.23	65.67	-17.01
营业收入	185,384.21	722,095.15	626,678.73	378,262.41
营业收入同比增长率(%)	16.83	15.23	65.67	-17.01
营业总成本	148,355.66	596,458.57	542,377.18	285,585.89
营业利润	35,919.27	120,807.51	85,228.12	74,680.63
营业利润同比增长率(%)	125.47	41.75	14.12	-26.46
利润总额	35,885.44	120,625.70	82,215.31	77,100.83
净利润	23,740.69	87,104.70	49,402.09	61,404.17
归属母公司股东的净利润	20,050.72	80,393.36	45,111.54	58,258.22
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	166.41	78.21	-22.57	-25.69
扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润	20,464.50	86,624.24	40,108.71	53,408.66
扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润同比增长率(%)	55.80	115.97	-24.90	-21.32
非经常性损益	-413.78	-6,230.87	5,002.83	4,849.56
研发费用总额	1,641.47	5,175.25	2,765.19	2,484.66
资产负债表摘要				
流动资产	505,128.59	489,538.01	410,946.55	375,816.68
固定资产	563,658.51	582,191.28	518,490.52	243,892.15
长期股权投资	38,143.93	37,348.06	35,781.87	198.92
资产合计	1,885,303.32	1,871,779.27	1,754,429.45	805,360.59
流动负债	360,306.99	372,240.90	327,988.29	134,161.39
非流动负债	629,942.67	645,317.56	685,610.87	171,096.15
负债合计	990,249.66	1,017,558.46	1,013,599.16	305,257.54
股东权益	895,053.65	854,220.81	740,830.29	500,103.05
归属母公司股东的权益	635,535.10	615,199.01	518,756.96	462,041.6

				4
资本公积	92,752.36	92,752.36	62,661.36	62,661.36
盈余公积	20,372.45	20,372.45	13,212.42	8,142.65
未分配利润	401,200.05	381,149.32	307,915.98	267,874.21
现金流量表摘要				
经营活动产生的现金流量	38,768.39	220,308.03	109,013.25	75,514.88
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.23	1.32	0.66	0.45
投资活动产生的现金流量	-34,798.91	-177,111.85	-398,404.74	27,787.27
筹资活动产生的现金流量	320.62	-22,812.03	222,514.30	5,590.54
现金及现金等价物净增加	4,928.79	22,209.02	-65,532.39	53,144.94
每股现金流量净额(元)	0.03	0.13	-0.39	0.32
期末现金及现金等价物余额	132,392.27	127,463.47	105,254.45	170,786.84
销售商品、提供劳务收到的现金	188,577.03	708,168.48	622,509.33	386,908.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	31,385.77	174,196.51	191,761.34	134,236.51
投资支付的现金	--	--	36,568.01	1,455.61
吸收投资收到的现金	16,660.00	--	2,940.00	--
取得借款收到的现金	19,695.00	115,105.05	244,330.55	--
折旧与摊销	--	150,021.35	137,548.73	77,932.98
关键比率				
EBIT	39,124.38	139,496.07	97,054.08	76,479.50
EBITDA	--	289,517.41	234,602.81	154,412.49
EBITMargin(%)	21.10	19.32	15.49	20.22
EBITDAMargin(%)	--	40.09	37.44	40.82
资产负债率(%)	52.52	54.36	57.77	37.90
总资产周转率(次)	0.10	0.40	0.49	0.50
净资产收益率-摊薄(%)	3.15	13.07	8.70	12.61
净资产收益率-加权(%)	3.21	14.61	9.36	13.30
净资产收益率-扣除/加权(%)	--	15.74	8.32	12.20
销售毛利率(%)	33.46	32.58	28.64	33.26
销售净利率(%)	12.81	12.06	7.88	16.23
净资产收益率-平均(%)	3.21	14.18	9.20	13.38
总资产净利率-平均(%)	1.26	4.80	3.86	8.04
投入资本回报率 ROIC(%)	2.08	8.90	7.22	11.40
销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入(%)	101.72	98.07	99.33	102.29
企业自由现金流量	-33,026.79	42,217.12	162,802.92	11,626.85
股权自由现金流量	-17,533.03	55,947.65	386,093.48	13,259.71
每股指标				
每股收益-基本(元)	0.12	0.49	0.27	0.35
每股收益-稀释(元)	0.12	0.49	0.27	0.35
每股收益-扣除/基本(元)	0.12	0.53	0.24	0.32
每股收益-扣除/稀释(元)	0.12	0.53	0.24	0.32
每股收益-期末股本摊薄(元)	0.12	0.48	0.27	0.35
PE(TTM)	29.28	29.00	66.58	42.56
PE(LYR)	33.84	29.00	66.58	42.56
PB(MRQ)	4.28	3.79	5.79	5.37
PB(LYR)	4.42	3.79	5.79	5.37
PS(TTM)	3.63	3.23	4.79	6.55
PS(LYR)	3.77	3.23	4.79	6.55
PCF(TTM)	12.79	10.58	27.55	32.83
PCF(LYR)	12.35	10.58	27.55	32.83
每股净资产BPS(元)	3.82	3.70	3.12	2.78
每股销售额SPS(元)	1.11	4.34	3.77	2.27

数据来源：同花顺 iFind

二、经营情况分析 with 未来盈利展望

2.1 经营情况分析

2023 年度，公司实现主营业务收入 721,635.24 万元，其中，采矿业板块：生产矿产金 14,354.01 公斤，较上年增长 5.79%，电解铜 0.65 万吨，较上年增长 0.81%，主营业务收入 681,801.45 万元。资源综合回收利用板块：2023 年度广源科技实现拆解废弃电器电子产品 176.45 万台套，同比增加 25.13%，拆解残次品 7,137.95 吨，主营业务收入 39,833.80 万元。2023 年度采矿业和资源综合回收利用两个板块主营业务收入占比分别为 94.48%和 5.52%。2023 年末，公司总资产 1,871,779.27 万元，归属于上市公司股东的净资产 615,199.01 万元，分别比上年同期增长 6.69%和 18.59%。

一是实现公司核心经营指标同比显著改善。公司 2023 年完成矿产金 14.35 吨，同比增长 5.79%。2023 年度公司以人民币计量的黄金单位全维持成本同比降低 12.00%，经营活动产生的现金流量净额 22.03 亿元，同比增长 102.09%。

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，产金低于年初计划。

国内地下开采黄金矿山选矿完成 73.35 万吨，同比增长 24%，锦泰矿业年度处理矿量（干量）12.29 万吨，完成 D1、D2 两个筑堆。万象矿业金矿石处理量 308.5 万吨，同比减少 18.8%；铜矿石处理

量 111 万吨，同比增加 43%；金星瓦萨选厂处理量 255 万吨，同比增加 20.5%。广源科技全年拆解废弃电器电子产品 176.45 万台套，同比增长 25.13%，拆解残次品 7137.95 吨，同比增长 24.18%。

二是公司多措并举实现降本控费。境内外矿山通过集中化采购，降本效果显著。万象矿业与金星瓦萨与公司采购中心密切配合，对采购品类做了详细梳理并分批次试单，将高性价比供应商引入到采购体系。万象矿业不断强化硫酸、地下矿排水管等重要物资的竞争性采购，引入性价比更高的供应商，使万象矿业占据了极为主动的市场地位；提高采购议价的主观性，与供应商谈判解除采购合同中的不利条款，降低成本；扩大供应商选择范围，加强成本优化，加大低成本地区采购力度。金星瓦萨矿山供应部门与上海采购中心密切配合，对锚杆、钢球、选矿药剂、水泥等数项重要消耗物资采购进行了招标，有效地降低了成本。采购中心在国内组织招标 41 项，包含了探矿、采矿和选矿各个生产环节涉及的重点工程、设备和服务及大宗物资采购。

公司除集中化采购措施外，各矿山还根据自身实际，采取针对性措施努力挖潜，降本增效。吉隆矿业利用资源品位高的优势，加强采矿管理，降低损失率、贫化率，矿山入选品位大幅提高；五龙矿业通过井下技改工程加快提升采矿能力，以满足 3,000 吨/天选厂需求，2023 年下半年日选厂能力 1800 吨以上；万象矿业继续进行选矿技术攻关，稳定提高金选矿回收率，2023 年度综合选矿回收率 66.5%，2024 年通过尾矿再磨工艺、树脂选矿工艺的技术改造，金

选矿回收率有望达到 75%以上；金星瓦萨针对采矿能力不足、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，降低单位成本。同时公司严控资本开支，2023 年度国内矿山以人民币计量的黄金单位全维持成本同比降低 27.23%，万象矿业和金星瓦萨以美元计量的黄金单位全维持成本同比分别降低 9.95%、12.70%，降本成效显著。

三是公司重点在建工程及探矿项目进展顺利。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、四分矿副井盲竖井装备工程、四分矿副井盲竖井延深工程（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。

吉隆矿业年新增 18 万吨金矿石选矿扩建项目已完成洗涤、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，预计 2024 年 6 月全部建设完成并进入试生产阶段。新建尾矿库 2023 年 11 月中旬开始施工。阳坡二部盲竖井、主井四中盲竖井工程、一采区阳坡分矿主井四中通风井装配工程、落凤毛新竖井新建工程等均按计划推进。

瀚丰矿业立山下部采区（一期）建设工程 554m 平硐盲竖井装备工程已经基本完成；回风井掘进工程井筒掘砌已完成计划的 98%。东风矿钼选矿厂自 2023 年 8 月开始技改，于 10 月开始试生产运行，技改后效果良好。

锦泰矿业溪灯坪金矿 14 万吨/年采选建设工程项目 2023 年 3 月 29 日开工，2023 年 10 月完成全部项目建设并投入生产使用，同时所有生产流程全线拉通。

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。

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。

探矿增储方面，2023 年国内各矿山子公司在持续加大地质探矿工作力度，在采矿权内继续“探边摸底”的同时，加大了外围探矿权区找矿的工作力度。全年共施工钻探工程量 5.58 万米；完成坑探工程量 4.8 万米。估算新增地质金矿石资源量 99.6 万吨。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。塞班矿开展了塞班矿卡农地下原生铜矿、远西露天氧化金矿和地下原生金矿等六大资源增长项目，探矿项目钻探工程 38,838 米，资源延伸钻探工程 25,593 米，勘探取得重要进展。截至 2023 年末新增金矿石资源量 530 万吨。金星瓦萨保有资源量较大，重点加强采矿管理，优化采矿模型，降低贫化率，提高采出矿石品位。

四是公司 ESG 绩效成果显著。公司始终秉持“让更多的人因赤峰黄金的发展而受益”的核心价值观，公司管理层与全体奋斗者上下一心，积极把握市场机遇，全力推进国际化进程，强化合规运营，将 ESG 理念逐步融入海内外矿山生产与经营的点点滴滴，公司在中国境外的矿山始终遵循相关行业国际标准和国际最佳实践，国内矿山也向统一标准整合靠拢。2023 年度，公司绿色矿山建设总投入 2,617 万元，总恢复土地约 62.3 公顷；2023 年开展工作场所安全检查 2,375 次，开展安全培训 33,495 次，未发生重大安全环保事故；本年度共减少 1,057.42 吨二氧化碳当量，本年度研发投入总金额为 5,084 万元人民币；本地高管雇佣率为 77%，正式员工女性劳动力占比 16.73%，完成反贿赂与反腐败培训的全体员工人次为 192 次，董事或高管人次为 22 次，公益捐赠 753.71 万元人民币。

五是公司组织机构及人员配置持续优化。2023 年，公司持续深化组织改革和人员调整配置，扩大管理团队能力圈，促进信息透明、沟通和协同工作，为长远发展选拔人才、引进人才、减少冗员。公司在 2023 年初对境外矿山管理层进行了选聘、调整，新管理层团结一致，坚定落实既定规划、提升运营效率、积极做出改变，扭转单位成本较高的不利局面。2023 年度万象矿业对部分职能部门进行重组，优化人员配置，减少非生产性管理人员，下沉矿山一线；金星瓦萨通过内部组织结构调整和人员优化，也有效促进了生产效率提高。国内矿山子公司专业人才短缺问题也阻碍着降低成本、提高效率目标的实现，2023 年，公司进行了全部高管、国内矿山中层以上

及骨干员工的访谈调研，进行综合分析评价，完善建设人才梯队，支持每一位目标愿景坚定、沟通学习认真、困苦中勇敢在前、适应变化中行动的人才加入赤峰黄金，形成能力圈，正气场。为长期稳定发展奠定人才基础。

2023年，公司实施了第三期股份回购，截至2023年末已回购金额约2.2亿元，回购股份将继续用于股权激励计划或员工持股计划。通过员工持股计划等措施，“共生共长、共担共享”理念以深入员工内心，极大提高了员工的凝聚力和工作积极性。

2.2 盈利预测

根据当前同花顺 iFinD 有关数据，能够预计公司 2024-2026 年营业总收入为 889,127/1,014,435/1,136,835 万元，同比增速为 23.13%/14.09%/12.07%；归母净利润为 135,951/173,283/205,192 万元，同比增速为 69.11%/27.46%/18.41%，实现 EPS 为 0.81/1.03/1.23 元。

表 8 赤峰黄金未来三年财务预测

关键指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(万元)	378,262	626,679	722,095	889,127	1,014,435	1,136,835
营业总收入增长率	-17.01%	65.67%	15.23%	23.13%	14.09%	12.07%
归母净利润	58,258	45,112	80,393	135,951	173,283	205,192
归母净利润增长率	-25.69%	-22.57%	78.21%	69.11%	27.46%	18.41%
基准股本(万股)	166,391	166,391	166,391	166,391	166,391	166,391
EPS 摊薄(元)	0.35	0.27	0.48	0.81	1.03	1.23
ROE	12.61%	8.70%	13.07%	17.35%	18.44%	17.96%
ROA	8.04%	3.86%	4.80%	5.40%	7.19%	7.94%
PE	42.56	66.58	29.00	23.07	18.10	15.29
PEG	--	--	0.37	0.33	0.66	0.83

数据来源：同花顺 iFinD