www.research.cicc.com

赤峰黄金

紫金入主尘埃落定，公司迎来发展新篇章



王政 分析员
有色金属
SAC 执证编号：S0080521050013
SFC CE Ref：BRI454
zheng5.wang@cicc.com.cn



齐丁 分析员
有色金属
SAC 执证编号：S0080521040002
SFC CE Ref：BRF842
ding.qi@cicc.com.cn

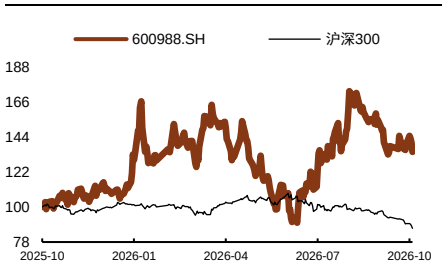


陈彦，CFA 分析员
基础材料与工程
SAC 执证编号：S0080515060002
SFC CE Ref：ALZ159
yan3.chen@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
600988.SH	→ 跑赢行业	人民币 51.12

股票代码	600988.SH
最新收盘价	人民币 38.51
52 周最高价/最低价	人民币 51.99~25.00
总市值(亿)	人民币 731.8



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	9,026	12,639	14,434	16,320
增速	25.0%	40.0%	14.2%	13.1%
归属母公司净利润	1,764	3,082	3,817	4,882
增速	119.5%	74.7%	23.8%	27.9%
扣非后净利润	1,676	3,058	3,817	4,882
增速	93.4%	82.5%	24.8%	27.9%
每股净利润	0.93	1.62	2.01	2.57
每股净资产	4.17	7.06	8.75	10.92
每股股利	0.16	0.32	0.40	0.51
每股经营现金流	1.72	2.92	2.84	3.52
市盈率	41.5	23.7	19.2	15.0
市净率	9.2	5.5	4.4	3.5
EV/EBITDA	18.9	12.1	10.0	7.5
股息收益率	0.4%	0.8%	1.0%	1.3%
平均总资产收益率	9.0%	13.6%	14.3%	16.0%
平均净资产收益率	25.1%	28.9%	25.4%	26.1%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

公司动态

公司近况

据 10 月 22 日公告，公司完成控股权变更，紫金黄金及其一致行动人持股比例升至 25.85%，成为公司控股股东。

评论

紫金通过A股协议转让和H股定向增发完成控制权获取。A股方面，紫金黄金以 41.36 元/股受让实控人李金阳及其一致行动人全部 241,925,746 股A股，交易金额约 100.06 亿元。H股方面，紫金黄金以 29.82 港元/股认购赤峰黄金定向增发的 310,902,731 股H股，认购金额 92.72 亿港元。完成转让和H股增发后，紫金黄金及其一致行动人持股比例升至 25.85%，成为公司控股股东。

紫金系高管全面接管，内部管理有望同步重塑。公司披露董事会提前换届方案，现任董事会成员提前辞职，新一届董事会候选董事中 5 名非独董候选人全部来自紫金系（谢雄辉、吴冠斌、廖伯寿、赖桂华、向钊），覆盖地质、矿山运营、内控、财务四条线，海外矿业背景突出。我们认为，紫金系在新一届董事会中占据绝对多数，一方面让治理主导权清晰移交紫金，且原董事长及部分董事留任公司，保障管理层平稳过渡；另一方面有望优化公司内部管理，提升运营能力。

紫金赋能有望打开公司成长新空间。我们认为，一是增储空间打开，公司可借鉴紫金矿业的全球化运营经验，依托其在地质勘查与深部找矿领域的技术优势，进一步提升资源量与储量；二是增产空间打开，引入紫金矿业全流程矿业工程管理模式，可对现有矿山生产运营和成本管控进行系统性优化，推动项目增产上产，将资源优势转化为产能与产量优势；三是外延并购空间打开，公司通过向控股股东增发H股募集资金，不仅能支撑矿山建设运营资本开支，更为未来项目并购提供资金保障。

盈利预测与估值

考虑金价回落，我们下调 2026/2027 年盈利预测 37%/26%至 38.2/48.8 亿元。当前A股股价对应 2026/2027 年 19/15x P/E。考虑紫金入主后带来的管理改善和发展空间，我们维持跑赢行业评级，维持目标价 51.12 元不变，对应 2026/2027 年 25/20x P/E，较当前股价有 33%的上行空间。

风险

黄金价格大幅波动，项目进展不及预期，地缘政治风险增加。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、引用、复制、传播、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表				
营业收入	9,026	12,639	14,434	16,320
营业成本	5,069	6,008	6,830	7,072
税金及附加	473	727	830	939
销售费用	0	0	0	0
管理费用	492	584	667	754
财务费用	155	48	-79	-129
其他	-12	-307	-184	-202
营业利润	2,824	4,963	6,000	7,483
营业外收支	-5	-37	0	0
利润总额	2,819	4,926	6,000	7,483
所得税	833	1,478	1,801	2,246
少数股东损益	222	365	383	355
归属母公司净利润	1,764	3,082	3,817	4,882
扣非后净利润	1,676	3,058	3,817	4,882
EBITDA	3,992	5,806	6,837	8,598
资产负债表				
货币资金	2,517	6,703	8,694	11,957
应收账款及票据	683	535	611	691
预付款项	276	126	144	149
存货	2,540	2,685	3,053	3,161
其他流动资产	387	201	201	201
流动资产合计	6,404	10,251	12,703	16,158
固定资产及在建工程	7,077	7,852	8,866	9,588
无形资产及其他长期资产	6,847	6,878	6,890	6,893
非流动资产合计	13,924	14,730	15,756	16,481
资产合计	20,329	24,981	28,459	32,639
短期借款	1,507	895	608	508
应付账款及票据	1,780	2,780	3,161	3,272
其他流动负债	764	48	55	57
流动负债合计	4,051	3,724	3,823	3,837
长期借款和应付债券	600	70	70	70
其他非流动负债	4,955	4,677	5,072	5,393
非流动负债合计	5,554	4,747	5,142	5,463
负债合计	9,605	8,470	8,965	9,300
归母所有者权益	7,917	13,415	16,624	20,752
少数股东权益	2,806	3,095	2,870	2,587
负债及股东权益合计	20,329	24,981	28,459	32,639
现金流量表				
净利润	1,764	3,082	3,817	4,882
折旧和摊销	1,239	1,197	1,299	1,599
营运资本变动	-153	1,145	-74	-79
其他	419	131	358	280
经营活动现金流	3,268	5,556	5,400	6,682
资本开支	-1,520	-2,327	-2,365	-2,368
其他	561	17	294	310
投资活动现金流	-958	-2,310	-2,071	-2,058
股权融资	167	2,921	0	0
银行借款	-744	-1,855	-287	-100
其他	-520	-94	-1,050	-1,262
筹资活动现金流	-1,097	972	-1,337	-1,362
汇率变动对现金的影响	30	-32	0	0
现金净增加额	1,242	4,186	1,992	3,262

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	25.0%	40.0%	14.2%	13.1%
营业利润	133.8%	75.7%	20.9%	24.7%
EBITDA	42.7%	45.5%	17.8%	25.7%
净利润	119.5%	74.7%	23.8%	27.9%
扣非后净利润	93.4%	82.5%	24.8%	27.9%
盈利能力				
毛利率	38.6%	46.7%	46.9%	50.9%
营业利润率	31.3%	39.3%	41.6%	45.8%
EBITDA 利润率	44.2%	45.9%	47.4%	52.7%
净利润率	19.5%	24.4%	26.4%	29.9%
扣非后净利率	18.6%	24.2%	26.4%	29.9%
偿债能力				
流动比率	1.58	2.75	3.32	4.21
速动比率	0.95	2.03	2.52	3.39
现金比率	0.62	1.80	2.27	3.12
资产负债率	47.3%	33.9%	31.5%	28.5%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	9.0%	13.6%	14.3%	16.0%
净资产收益率	25.1%	28.9%	25.4%	26.1%
每股指标				
每股净利润(元)	0.93	1.62	2.01	2.57
每股净资产(元)	4.17	7.06	8.75	10.92
每股股利(元)	0.16	0.32	0.40	0.51
每股经营现金流(元)	1.72	2.92	2.84	3.52
估值分析				
市盈率	41.5	23.7	19.2	15.0
市净率	9.2	5.5	4.4	3.5
EV/EBITDA	18.9	12.1	10.0	7.5
股息收益率	0.4%	0.8%	1.0%	1.3%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

赤峰黄金主要从事黄金采选业务，截至 2025 年底，公司在国内拥有 4 座黄金矿山和 1 座多金属矿山，海外拥有老挝 Sepon 和加纳 Wassa 2 座黄金矿山。公司通过不断创新管理机制，坚持低成本运营，加大对黄金资源的收购整合力度，推动黄金企业规模化、集约化发展，大力开展资源综合回收利用，从而实现资源的有效利用、合理开发，借助国家“一带一路”政策，立足国内，放眼世界，努力打造国内先进、国际知名的黄金矿业上市公司。

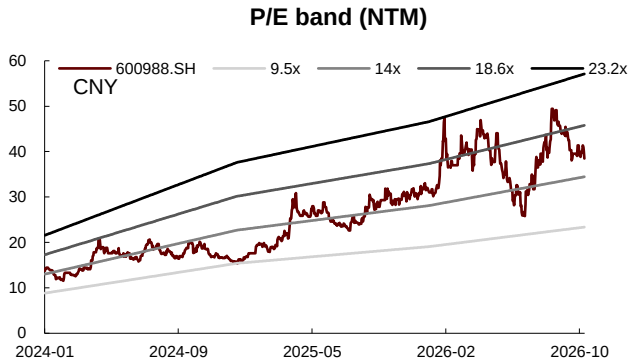
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人客户转发、转载、传播、复制、传播、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster

图表 1：盈利预测调整表

百万人民币	2026E			2027E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	18,288	14,434	-21.1%	19,947	16,320	-18.2%
毛利	10,701	6,773	-36.7%	11,463	8,310	-27.5%
营业利润	9,704	6,000	-38.2%	10,475	7,483	-28.6%
归属母公司净利润	6,072	3,817	-37.2%	6,555	4,882	-25.5%
净资产收益率	37.6%	25.4%	-12.2ppt	30.4%	26.1%	-4.3ppt
毛利率	58.5%	46.9%	-11.6ppt	57.5%	50.9%	-6.5ppt
营业利润率	53.1%	41.6%	-11.5ppt	52.5%	45.8%	-6.7ppt
净利润率	33.2%	26.4%	-6.8ppt	32.9%	29.9%	-2.9ppt

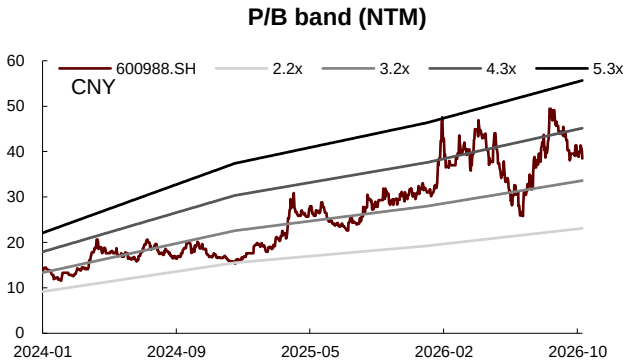
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：可比公司估值表

公司名称	股票代码	交易货币	财报货币	收盘价 10-22	每股收益（财报货币）			市盈率			市净率		
					2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
紫金矿业*	601899.SH	CNY	CNY	27.84	1.95	3.10	3.76	14.3	9.0	7.4	4.0	2.9	2.3
紫金矿业*	02899.HK	HKD	CNY	29.10	1.95	3.10	3.76	13.4	8.1	6.5	3.7	2.6	2.0
赤峰黄金*	600988.SH	CNY	CNY	38.51	1.62	2.01	2.57	23.7	19.2	15.0	5.5	4.4	3.5
西部黄金	601069.SH	CNY	CNY	23.42	0.52	1.31	1.78	45.2	17.9	13.2	4.5	N.M.	N.M.
潼关黄金*	00340.HK	HKD	HKD	2.31	0.16	0.30	0.37	14.7	7.7	6.3	3.1	2.3	1.8
山东黄金	600547.SH	CNY	CNY	25.70	0.94	1.64	2.28	22.7	14.3	11.3	1.7	2.6	2.2
招金矿业*	01818.HK	HKD	CNY	16.37	1.02	1.23	1.68	14.4	11.4	8.1	2.1	1.7	1.4

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

人在草木间

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、传播、复制、转载、摘编、修改等，如有小道消法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

团队信息



王政　分析员
有色金属
SAC 执证编号：S0080521050013
SFC CE Ref：BRI454
zheng5.wang@cicc.com.cn



齐丁　分析员
有色金属
SAC 执证编号：S0080521040002
SFC CE Ref：BRF842
ding.qi@cicc.com.cn



陈彦，CFA　分析员
基础材料与工程
SAC 执证编号：S0080515060002
SFC CE Ref：ALZ159
yan3.chen@cicc.com.cn



金梓萌　联系人
有色金属
SAC 执证编号：S0080126050024
zimeng.jin@cicc.com.cn

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、存储、复制、传播）；修改等，如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、传播、复制、转载、摘编、修改等，如有未经许可进行转载，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/purmaster

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日，中金公司及/或其关联机构拥有下述公司相关财务权益的 1%以上：赤峰黄金-A。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人发（转发、传播、复制、传阅、修改等）。如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/purmaster

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、存储、复制、传播、修改等）、如有小道消法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanceinfo.com/pdfmaster