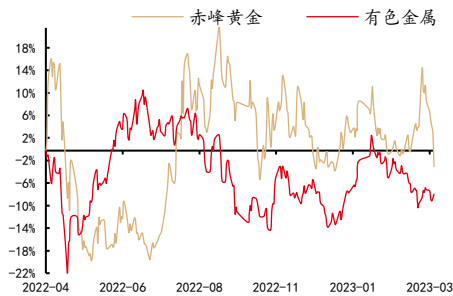


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	18.15
总股本/流通股本(亿股)	16.64 / 16.64
总市值/流通市值(亿元)	302 / 302
52周内最高/最低价	22.75 / 15.03
资产负债率(%)	57.8%
市盈率	67.22
第一大股东	李金阳
持股比例(%)	11.4%

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 张亚桐
SAC 登记编号: S1340122080030
Email: zhangyatong@cnpsec.com

赤峰黄金(600988)

内增外扩两手抓，加快海外资产布局

● 事件：公司发布 2022 年度报告

2023年3月31日，赤峰黄金发布2022年度报告。2022年，公司实现营收62.67亿元，同比增长65.67%，主要系金星资源纳入合并范围及万象矿业黄金产销量增加；归母净利润4.51亿元，同比下降22.57%；扣非归母净利润4.01亿元，同比下降24.90%。**公司盈利不及预期，有三个方面的原因：**1) 一是2022年度矿石品位较上年度有所下降，原材料、能源价格上升导致材料费和电费较上年度大幅上涨，单位成本上升；2) 金星资源纳入合并范围后所得税有效税负率上升；3) 并购过程中形成的评估增值在本年度摊销金额较大。

主要产品为矿产金/电解铜/锌精粉，其营收分别为53.05亿元/3.93亿元/1.74亿元，分别占比总营收84.65%/6.28%/2.78%。其中，矿产金是公司毛利主要来源；2022年，矿产金毛利润为14.66亿元，占比总毛利81.67%。

2023年，公司将保守计划黄金产量，重点关注降本控费。全年预计实现销售收入65亿元人民币，实现归属于母公司的净利润不低于6.5亿元人民币。

● 黄金产量首次突破 10 吨，迈向大型黄金矿企

2022年，公司生产矿产金13.57吨，较上年增长67.61%，公司黄金产量首次突破10吨；电解铜0.64万吨，较上年增长28.16%。**2023年经营计划：**矿产金产量计划不低于14.6吨，电解铜6,670吨，铜铅锌精粉23,800吨，钼精粉400吨。

● 内增外扩两手抓，加快海外资产布局

积极开拓与并购资源，加速布局海外业务。公司通过认购增发股份、竞标摘牌、二级市场增持等方式投资澳大利亚上市公司铁拓矿业，截至2022年末持有其已发行股份的13.05%，加强了在西非这一全球重要产金区域的战略布局。公司与沙特阿吉兰兄弟控股集团在沙特境内合作开展金矿勘探项目，这是公司以较低成本和风险，培育潜在优质项目的尝试，以期打开中东金矿资源开发良好局面。

收购新恒河矿业 51% 股权，赋能黄金主业。取得云南洱源溪灯坪金矿控股权，其采矿权、探矿权内已探明资源矿石量（探明+控制+推断）1028.5万吨，平均品位1.32g/t，金金属量13.558吨。该项目处于建设期，一期设计采选规模为14万吨/年，待探矿权转采矿权后，采选规模和黄金产量将进一步提高。

● 员工持股计划有序推进，利好公司发展

第二期员工持股计划参与人数不超过120人，截止截至2023年1月16日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份1657.54万股，占公司总股本的0.9962%，已支付的资金总额为人民币30076.00万元。业绩考核要求公司2023年度实现归属于上市公司股东净利润

较上年同期增长达到 30%以上（含），本员工持股计划可分配全部标的股票权益总额。此举有利于充分激励员工，促进公司良性发展。

● 黄金：加息进入尾声，金价有望迎来新一轮上涨

于北京时间 2023 年 3 月 23 日凌晨，美联储如期加息 25bp，加息幅度再次放缓，预示着加息进入尾声。同时，硅谷银行倒闭、瑞信流动性问题均显示了全球因货币紧缩政策而带来的潜在市场风险。

因而，美联储表示后续政策会高度关注美国银行系统的健康状况。结合通胀缓慢回落甚至经济陷入衰退的趋势，我们预计 3 月或是美联储最后一次加息，流动性边际放松，黄金价格上行压力有所释放；同时近期市场避险情绪升温，驱动黄金发挥避险属性，金价有望迎来新一轮上涨。

● 盈利预测

预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 74.52/84.16/92.87 亿元（23/24E 下调），分别同比增长 18.92%/12.94%/10.35%；归母净利润分别为 8.58/11.55/14.22 亿元（23/24E 下调），分别同比增长 90.20%/34.66%/23.08%，对应 EPS 分别为 0.52/0.69/0.85 元。

以 2023 年 4 月 3 日收盘价 18.15 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 34.91/25.92/21.06 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济不及预期；美联储加息超预期；产能建设不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6267	7452	8416	9287
增长率（%）	65.67%	18.92%	12.94%	10.35%
EBITDA（百万元）	2318	1759	2198	2574
归属母公司净利润（百万元）	451	858	1155	1422
增长率（%）	-22.57%	90.20%	34.66%	23.08%
EPS（元/股）	0.27	0.52	0.69	0.85
市盈率（P/E）	66.39	34.91	25.92	21.06
市净率（P/B）	5.77	5.10	4.26	3.54
EV/EBITDA	13.53	18.40	15.44	11.98

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	6267	7452	8416	9287	营业收入	65.7%	18.9%	12.9%	10.3%
营业成本	4472	4952	5420	5849	营业利润	14.1%	72.3%	34.0%	23.5%
税金及附加	284	309	366	404	归属于母公司净利润	-22.6%	90.2%	34.7%	23.1%
销售费用	1	9	4	6	获利能力				
管理费用	502	504	513	538	毛利率	28.6%	33.6%	35.6%	37.0%
研发费用	28	53	51	54	净利率	7.2%	11.5%	13.7%	15.3%
财务费用	137	192	177	93	ROE	8.7%	14.6%	16.4%	16.8%
资产减值损失	-42	-33	2	5	ROIC	5.6%	8.2%	11.1%	12.1%
营业利润	852	1468	1968	2431	偿债能力				
营业外收入	8	17	22	16	资产负债率	57.8%	58.2%	52.3%	46.4%
营业外支出	38	28	28	31	流动比率	1.25	1.41	0.69	0.94
利润总额	822	1457	1962	2415	营运能力				
所得税	328	518	697	858	应收账款周转率	31.80	31.80	55.79	31.80
净利润	494	940	1265	1557	存货周转率	3.50	4.78	3.76	3.97
归母净利润	451	858	1155	1422	总资产周转率	0.49	0.40	0.43	0.46
每股收益(元)	0.27	0.52	0.69	0.85	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.27	0.52	0.69	0.85
货币资金	1285	2198	-1477	1140	每股净资产	3.12	3.53	4.23	5.08
交易性金融资产	49	49	49	49	估值比率				
应收票据及应收账款	369	100	202	382	PE	66.39	34.91	25.92	21.06
预付款项	100	91	114	130	PB	5.77	5.10	4.26	3.54
存货	2165	954	3524	1154	现金流量表				
流动资产合计	4109	4255	3129	2962	净利润	494	940	1265	1557
固定资产	5185	4671	4159	3650	折旧和摊销	1375	131	131	131
在建工程	677	677	677	677	营运资本变动	-924	-21	-1469	2433
无形资产	6733	6924	7116	7307	其他	145	171	104	27
非流动资产合计	13435	15303	16674	17548	经营活动现金流净额	1090	1220	32	4149
资产总计	17544	19558	19804	20510	资本开支	-1904	-11	-6	-21
短期借款	488	988	1388	388	其他	-2080	-1935	-1424	-918
应付票据及应付账款	851	321	1200	490	投资活动现金流净额	-3984	-1946	-1430	-938
其他流动负债	1940	1715	1916	2275	股权融资	29	-170	0	0
流动负债合计	3280	3024	4504	3153	债务融资	2233	2000	-2100	-500
其他	6856	8356	5856	6356	其他	-37	-192	-177	-93
非流动负债合计	6856	8356	5856	6356	筹资活动现金流净额	2225	1638	-2277	-593
负债合计	10136	11380	10360	9509	现金及现金等价物净增加额	-655	913	-3675	2617
股本	1664	1655	1655	1655					
资本公积金	627	466	466	466					
未分配利润	3079	3808	4791	5999					
少数股东权益	2221	2302	2412	2547					
其他	-182	-53	120	333					
所有者权益合计	7408	8178	9443	11001					
负债和所有者权益总计	17544	19558	19804	20510					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048