

分析师: 刘智
 登记编码: S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775
 研究助理: 李泽森
 登记编码: S0730121070006
 lizs1@ccnew.com 021-50586702

坚持走国际化发展路径, 重点项目持续推进

——赤峰黄金(600988)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

市场数据(2023-04-12)

发布日期: 2023年04月13日

收盘价(元)	18.94
一年内最高/最低(元)	22.75/15.03
沪深 300 指数	4,097.29
市净率(倍)	6.07
流通市值(亿元)	315.14

事件: 公司发布 2022 年年报, 2022 年度实现营业收入 62.67 亿元, 同比增长 65.67%; 实现归母净利润 4.51 亿元, 同比增长-22.57%; 实现扣非归母净利润 4.01 亿元, 同比增长-24.90%; 基本每股收益 0.27 元/股。

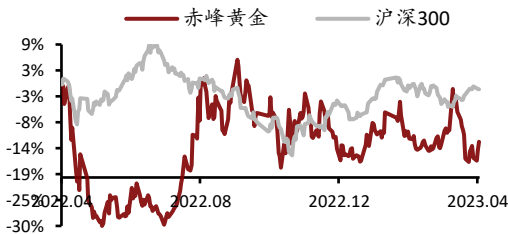
基础数据(2022-12-31)

每股净资产(元)	3.12
每股经营现金流(元)	0.66
毛利率(%)	28.64
净资产收益率_摊薄(%)	8.70
资产负债率(%)	57.77
总股本/流通股(万股)	166,391.14/166,391.14
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

投资要点:

- 公司为全国重点黄金企业集团之一。**公司主营业务为黄金、有色金属采选业务, 主要产品为黄金、电解铜等。子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙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; 位于老挝的万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼; 位于加纳的金星资源主要从事黄金采选业务; 广源科技属资源综合回收利用行业, 主要从事废弃电器电子产品处理业务。公司拥有独立的黄金矿山, 所属矿业子公司均为探矿、采矿、选矿一体化的矿山企业, 境内黄金、有色金属矿业企业开采方式均为地下开采。2022 年公司采矿业板块生产矿产金 13.57 吨, 同比增长 67.61%, 公司黄金产量大幅增加主要系完成金星资源并购所致; 电解铜 0.64 万吨, 同比增长 28.16%。资源综合回收利用板块中广源科技 2022 年度处理废弃电器电子产品 140.97 万台、残次品 3724 吨。2022 年度采矿业和资源综合回收利用两个板块主营业务收入分别为 59.55 亿元和 3.05 亿元, 营收占比分别为 95.12% 和 4.88%。受到原材料价格上涨、能源价格上涨、各矿山矿石品位下降、选矿难度大等因素影响, 公司产品毛利率有所下滑, 矿产金/电解铜/铜精粉/铅精粉/锌精粉/白银/电子产品拆解板块毛利率相较于上年分别变动 -1.64%/-27.92%/-13.31%/-1.32%/0.93%/20.47%/-4.22%。公司拟定 2023 年生产计划, 合并范围内总体矿产金产量计划不低于 14.6 吨, 电解铜 6670 吨, 铜铅锌精粉 23800 吨, 钼精粉 400 吨。

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

联系人: 马巍琦
电话: 021-50586973
地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
邮编: 200122

- 重点项目、技改工程建设和探矿增储持续推进。**吉隆矿业 1000 吨/日选厂于上半年完成设计合同签订、主要设备招标、土地预审、选厂建设场地平整, 预计 2023 年 8 月主厂房竣工, 井下技改工程同步实施, 2024 年末有望实现 1000 吨/日采选能力。五龙矿业 3000 吨/日选厂已建成并试运营, 井下探矿工程、采矿技改工程持续推进, 采矿能力逐步提升。瀚丰矿业千米竖井工程设备装配将于 2023 年 8 月完成, 之后将进行井巷开拓工程, 回风竖井已于 2022 年 9 月开工, 2024 年 6 月末前达到生产条件, 东风矿钼矿于 2022 年下半年进行了一个月试生产, 将在 2023 年恢复 500 吨/日采选规模。万象矿业 Discovery 矿区地下采矿工程正在有序进行, 预计 2023 年 5 月开始采矿, 投产后采矿能力和规模会得到提升; 通过

药剂优化、现场操作调整及闪速浮选等措施提高浮选回收率，通过减少高压氧化釜中氯离子含量，结合加热浸出减少截金影响提高原生矿浸出回收率，万象矿业金选矿综合回收率稳步提升，2022年金选矿回收率约64%。金星瓦萨充分利用现有选厂处理能力，于2022年7月和11月分别获得Benso I区和DMH区域露天采矿许可，迅速为选厂提供补充矿量，为瓦萨金矿的进一步发展提供了基础和保障。

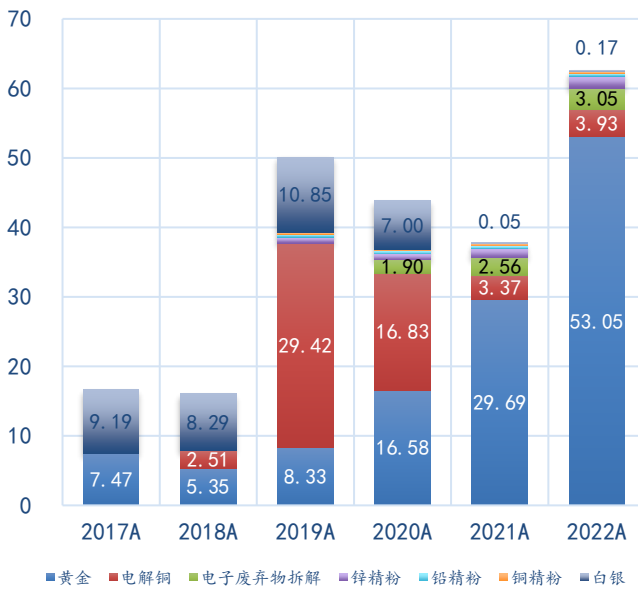
- **公司坚定国际化发展路径，持续开展资源整合并购与合作开发。**
 公司拟申请发行全球存托凭证并在瑞士证券交易所上市；公司与老挝矿业发展国有公司(LMD)签订了合作探矿协议；公司与老挝DDC公司签署合作协议，涵盖了老挝境内具有金、铜和稀土资源开发潜力的26个项目区域；公司与厦门钨业签署了资源开发战略合作协议，并成立合资公司，共同在老挝进行稀土资源开发。公司通过认购增发股份、竞标摘牌、二级市场增持等方式投资澳大利亚上市公司铁拓矿业，截至2022年末持有其已发行股份的13.05%。公司与沙特阿吉兰兄弟控股集团在沙特境内合作开展金矿勘探项目，以期打开中东金矿资源开发良好局面。公司收购新恒河矿业51%股权，取得云南洱源溪灯坪金矿控股权，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。
- **给予公司“增持”投资评级。**预计公司2023、2024和2025年全面摊薄后的EPS分别为0.58元、0.72元和0.86元，按照4月12日18.94元的收盘价计算，对应的PE分别为32.76倍、26.21倍和22.10倍。近期受欧美经济衰退预期增强、国际局势复杂多变等因素影响，市场避险情绪增强，黄金价格保持高位运行；随着公司项目持续推进与产能释放，预计公司营收和盈利会继续保持增长；目前公司估值水平相对合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：(1) 美联储加息超预期；(2) 国际宏观经济下行；(3) 地缘政治冲突加剧；(4) 行业政策发生变化；(5) 黄金、铜价格大幅波动；(6) 下游需求不及预期；(7) 公司产能供给不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,783	6,267	7,623	8,633	9,676
增长比率(%)	-17.01	65.67	21.65	13.25	12.08
净利润(百万元)	583	451	962	1,202	1,426
增长比率(%)	-25.69	-22.57	113.22	25.00	18.58
每股收益(元)	0.35	0.27	0.58	0.72	0.86
市盈率(倍)	54.09	69.86	32.76	26.21	22.10

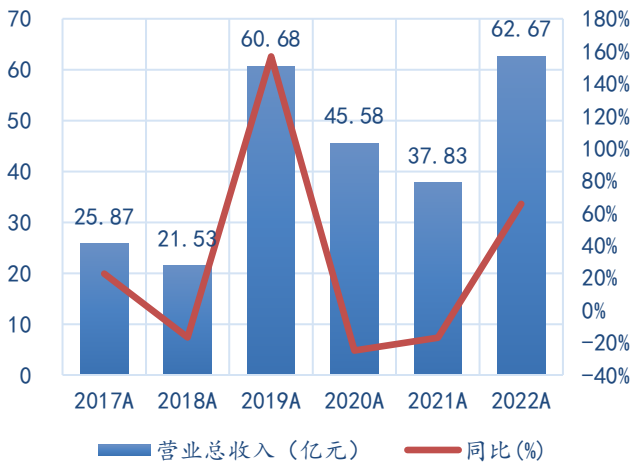
资料来源：中原证券

图 1：公司分产品营收（截至 2022 年年报）



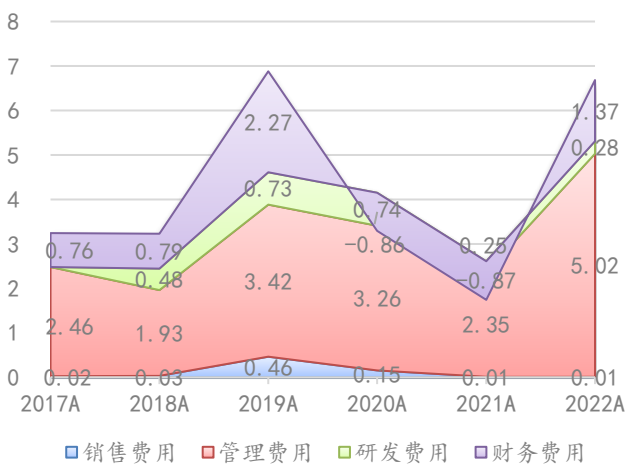
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营收及同比（截至 2022 年年报）



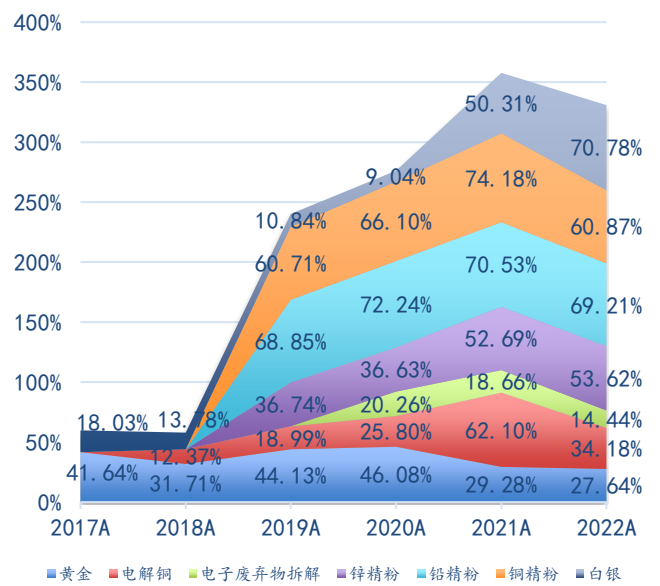
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司期间费用（亿元）



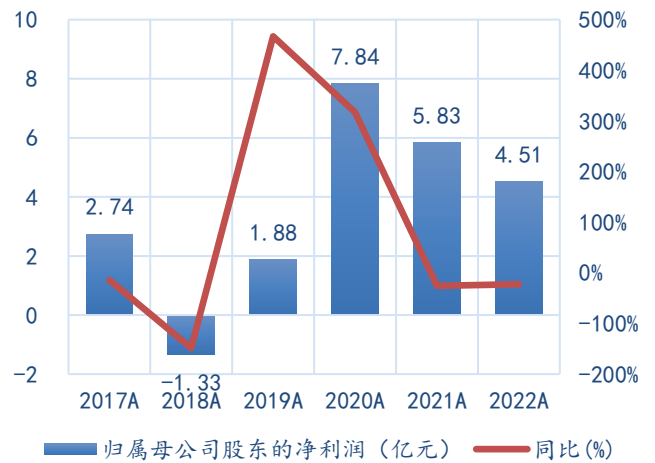
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司分产品毛利率（截至 2022 年年报）



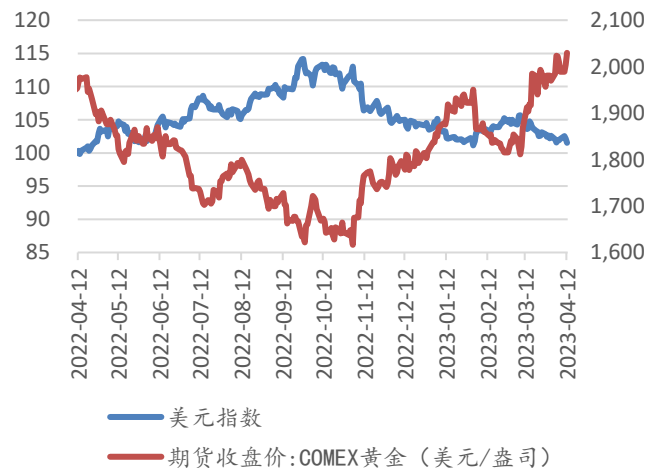
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比（截至 2022 年年报）



资料来源：Wind，中原证券

图 6：COMEX 黄金价格与美元指数走势



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,758	4,109	4,925	5,927	7,076
现金	1,825	1,285	1,475	2,189	2,771
应收票据及应收账款	25	369	443	504	563
其他应收款	383	53	201	231	253
预付账款	50	100	115	129	144
存货	1,412	2,165	2,538	2,705	3,158
其他流动资产	63	138	154	168	188
非流动资产	4,295	13,435	14,147	14,654	15,266
长期投资	2	358	490	626	750
固定资产	2,439	5,185	5,264	5,308	5,406
无形资产	1,181	6,733	7,224	7,525	7,861
其他非流动资产	674	1,159	1,169	1,195	1,248
资产总计	8,054	17,544	19,072	20,581	22,342
流动负债	1,342	3,280	3,828	4,284	4,890
短期借款	0	488	525	564	621
应付票据及应付账款	440	851	1,006	1,066	1,257
其他流动负债	901	1,940	2,297	2,654	3,012
非流动负债	1,711	6,856	6,992	6,778	6,431
长期借款	0	1,514	1,646	1,420	1,057
其他非流动负债	1,711	5,342	5,346	5,358	5,374
负债合计	3,053	10,136	10,820	11,062	11,321
少数股东权益	381	2,221	2,272	2,337	2,414
股本	1,664	1,664	1,655	1,655	1,655
资本公积	627	627	466	466	466
留存收益	2,760	3,211	4,173	5,375	6,801
归属母公司股东权益	4,620	5,188	5,979	7,182	8,608
负债和股东权益	8,054	17,544	19,072	20,581	22,342

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	755	1,090	1,373	1,780	1,860
净利润	614	494	1,014	1,267	1,502
折旧摊销	779	1,375	590	538	539
财务费用	13	149	120	119	104
投资损失	-14	-62	-69	-86	-97
营运资金变动	-836	-924	-341	-119	-235
其他经营现金流	198	57	59	61	46
投资活动现金流	-278	-3,984	-1,277	-993	-1,100
资本支出	-1,340	-1,904	-1,202	-931	-1,058
长期投资	274	-2,324	-144	-147	-139
其他投资现金流	788	244	69	86	97
筹资活动现金流	56	2,225	93	-73	-178
短期借款	-165	488	37	39	56
长期借款	-26	1,514	132	-226	-363
普通股增加	0	0	-9	0	0
资本公积增加	0	0	-161	0	0
其他筹资现金流	247	223	94	114	129
现金净增加额	531	-655	190	715	582

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,783	6,267	7,623	8,633	9,676
营业成本	2,524	4,472	5,223	5,862	6,533
营业税金及附加	158	284	343	388	435
营业费用	1	1	1	1	1
管理费用	235	502	579	613	668
研发费用	25	28	30	35	39
财务费用	-87	137	91	97	80
资产减值损失	-192	-42	-27	-38	-15
其他收益	2	4	5	5	6
公允价值变动收益	-2	-12	0	0	0
投资净收益	14	62	69	86	97
资产处置收益	0	-2	-1	-1	-1
营业利润	747	852	1,400	1,688	2,006
营业外收入	42	8	9	16	11
营业外支出	18	38	39	37	40
利润总额	771	822	1,370	1,667	1,977
所得税	157	328	356	400	474
净利润	614	494	1,014	1,267	1,502
少数股东损益	31	43	52	65	77
归属母公司净利润	583	451	962	1,202	1,426
EBITDA	1,427	2,318	2,042	2,279	2,546
EPS (元)	0.35	0.27	0.58	0.72	0.86

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	-17.01	65.67	21.65	13.25	12.08
营业利润 (%)	-26.46	14.12	64.23	20.61	18.82
归属母公司净利润 (%)	-25.69	-22.57	113.22	25.00	18.58
获利能力					
毛利率 (%)	33.26	28.64	31.48	32.10	32.48
净利率 (%)	15.40	7.20	12.62	13.93	14.73
ROE (%)	12.61	8.70	16.09	16.74	16.56
ROIC (%)	9.88	5.65	9.73	10.90	11.43
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.90	57.77	56.73	53.75	50.67
净负债比率 (%)	61.04	136.82	131.13	116.21	102.72
流动比率	2.80	1.25	1.29	1.38	1.45
速动比率	1.68	0.54	0.57	0.70	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.49	0.42	0.44	0.45
应收账款周转率	227.16	31.80	18.75	18.18	18.09
应付账款周转率	7.34	7.89	6.92	6.98	6.92
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.27	0.58	0.72	0.86
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.66	0.83	1.07	1.12
每股净资产 (最新摊薄)	2.78	3.12	3.59	4.32	5.17
估值比率					
P/E	54.09	69.86	32.76	26.21	22.10
P/B	6.82	6.07	5.27	4.39	3.66
EV/EBITDA	16.25	13.53	16.08	14.02	12.20

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。