

赤峰黄金(600988)

报告日期: 2023年08月18日

## 增产降本, 业绩环比改善明显

### ——赤峰黄金 2023 年中报点评报告

#### 投资要点

- **公司发布 2023 年中报, 业绩环比改善明显**
- ✓ **上半年来看:** 23H1 实现营收 33.7 亿元, 同比+10.7%, 环比+4.7%; 归母净利润 3.1 亿元, 同比-24.1%, 环比+675.6%; 扣非净利 3.7 亿元, 同比-9.4%, 环比+4046%; 毛利率 31.9%, 同比-10.1pct, 环比+15.8pct。
- ✓ **单季度来看:** 23Q2 实现营收 17.8 亿元, 同比+14.5%, 环比+12.5%; 归母净利润 2.4 亿元, 同比持平, 环比+214.5%; 扣非净利 2.4 亿元, 同比-0.1%, 环比+83.2%; 毛利率 34.6%, 同比-14.8pct, 环比+5.7pct。
- **黄金增产增销, 收入规模提升**
- ✓ **产销来看:** 23H1 黄金产量 6.9 吨, 同比+6.9%; 黄金销量 7.2 吨, 同比+10.6%。
- ✓ **收入来看:** 23H1 黄金收入 30.5 亿元, 同比+20.9%, 环比+9.6%。
- **推动矿山降本, 盈利能力修复**
- ✓ **上半年黄金成本:** (1) 销售成本 280.5 元/克, 因折摊上升, 同比+8.0%。(2) 现金成本 215.0 元/克, 同比-19.5%。(3) 全维持成本 214.8 元/克, 同比-23.5%。
- ✓ **分矿山来看上半年黄金成本:** (1) **万象矿业:** 精简部门及人员, 调整福利标准, 推广节能降耗, 全维持成本同比-10.15%。(2) **金星瓦萨:** 地下采矿工程加快推进, 矿石品位稳定潜力、自动化助力减员潜力、自由现金流改善潜力均将逐渐显现, 全维持成本同比-3.54%。(3) **国内矿山:** 依托资源优势, 加强资源开发“三率”管理, 完善物资采购、销售管理, 上半年全维持成本同比-16.31%。
- ✓ **盈利能力显著修复。** 23H1 黄金毛利率 33.6%, 环比+18.5pct, 边际修复显著。
- **重点项目顺利推进, 保障产能增长动力, 未来可期**
- ✓ **已有矿山项目:** (1) **万象矿业:** Discovery 采区地下开采项目 7 月进入商业运营, 预计今年补充地下采矿 30 万吨, 平均品位 4 克/吨以上。(2) **金星瓦萨:** 开拓 242 和 B-Shoot 南延区两个新井下采区。(3) **吉隆矿业:** 新增 18 万吨金矿石采选能力扩建项目预计 24 年 3 月试生产。(4) **五龙矿业:** 3000 吨/日采选能力选厂稳定运行, 23H1 日均处理规模已由 1200 吨增加至 1500 吨以上。(5) **溪灯坪金矿:** 预计 9 月初可喷淋投产, 项目一期初步设计采选规模 14 万吨/年。
- ✓ **阿布贾金矿投产:** 上半年产金 0.78 吨, 预计下半年出产 3.26~3.3 吨、全维持成本约 875-975 美元/盎司。公司持有该金矿 11.48% 股权, 有望受益于项目投产。
- **盈利预测与估值**
- ✓ 公司推进增产降本, 有望走出经营承压背景, 实现业绩改善及快速成长。我们预计 23~25 年公司归母净利润 8.48/13.15/15.27 亿, 增幅 88.08%/54.97%/16.11%; 分别对应 EPS 为 0.51 /0.79/0.92 元, 分别对应 PE 为 28.87/18.63/16.04。
- **风险提示**
- ✓ 美联储加息超预期; 公司降本增效效果不及预期; 公司黄金产量增长不及预期

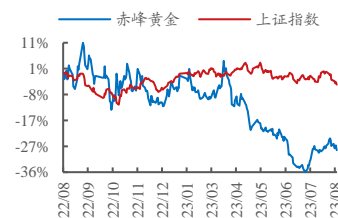
#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 施毅  
执业证书号: S1230522100002  
shiyi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥14.72
总市值(百万元)	24,492.78
总股本(百万股)	1,663.91

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《内部经营降本增效, 国际化发展聚焦成长》 2023.07.23

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,267	7,621	9,005	9,970
(+/-) (%)	65.67%	21.61%	18.16%	10.71%
归母净利润	451	848	1,315	1,527
(+/-) (%)	-22.57%	88.08%	54.97%	16.11%
每股收益(元)	0.27	0.51	0.79	0.92
P/E	54.29	28.87	18.63	16.04

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4,109	4,370	5,382	6,753
现金	1,285	1,467	2,236	3,394
交易性金融资产	49	70	93	117
应收账款	369	244	125	83
其它应收款	53	85	75	93
预付账款	100	98	111	122
存货	2,165	2,313	2,638	2,835
其他	89	94	103	109
<b>非流动资产</b>	13,435	17,028	20,787	24,286
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	358	363	383	454
固定资产	5,185	5,510	5,517	4,994
无形资产	6,733	9,668	13,057	16,656
在建工程	677	862	1,066	1,270
其他	482	625	764	913
<b>资产总计</b>	17,544	21,398	26,170	31,039
<b>流动负债</b>	3,280	4,209	5,067	6,007
短期借款	488	1,338	1,899	2,544
应付款项	851	820	837	900
预收账款	0	0	0	0
其他	1,940	2,051	2,332	2,563
<b>非流动负债</b>	6,856	8,922	11,356	13,568
长期借款	1,514	3,514	5,814	7,883
其他	5,342	5,408	5,542	5,686
<b>负债合计</b>	10,136	13,131	16,423	19,575
少数股东权益	2,221	2,305	2,435	2,586
归属母公司股东权益	5,188	5,962	7,311	8,878
<b>负债和股东权益</b>	17,544	21,398	26,170	31,039

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1,090	3,098	4,665	5,792
净利润	494	932	1,445	1,678
折旧摊销	1,375	2,172	2,953	3,635
财务费用	149	182	327	470
投资损失	(62)	(76)	(90)	(50)
营运资金变动	(924)	(210)	(42)	(7)
其它	57	97	73	66
<b>投资活动现金流</b>	(3,984)	(5,719)	(6,663)	(7,119)
资本支出	(1,904)	(5,762)	(6,710)	(7,074)
长期投资	(356)	(27)	(44)	(95)
其他	(1,725)	71	90	50
<b>筹资活动现金流</b>	2,225	2,812	2,767	2,485
短期借款	488	850	560	645
长期借款	1,514	2,000	2,300	2,069
其他	223	(38)	(93)	(229)
<b>现金净增加额</b>	(655)	182	769	1,157

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6,267	7,621	9,005	9,970
营业成本	4,472	4,928	5,393	5,885
营业税金及附加	284	345	405	449
营业费用	1	4	5	5
管理费用	502	549	630	698
研发费用	28	15	18	15
财务费用	137	144	283	403
资产减值损失	(42)	(41)	(32)	(36)
公允价值变动损益	(12)	(70)	(20)	(15)
投资净收益	62	76	90	50
其他经营收益	4	8	5	5
<b>营业利润</b>	852	1,609	2,316	2,521
营业外收支	(30)	(29)	(22)	(17)
<b>利润总额</b>	822	1,580	2,294	2,504
所得税	328	648	849	826
<b>净利润</b>	494	932	1,445	1,678
少数股东损益	43	84	130	151
<b>归属母公司净利润</b>	451	848	1,315	1,527
EBITDA	2,318	3,897	5,529	6,542
EPS (最新摊薄)	0.27	0.51	0.79	0.92

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	65.67%	21.61%	18.16%	10.71%
营业利润	14.12%	88.82%	43.88%	8.88%
归属母公司净利润	-22.57%	88.08%	54.97%	16.11%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.64%	35.33%	40.12%	40.97%
净利率	7.20%	11.13%	14.60%	15.31%
ROE	8.70%	14.23%	17.98%	17.20%
ROIC	5.65%	7.36%	8.87%	8.51%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.77%	61.37%	62.76%	63.07%
净负债比率	136.82%	158.86%	168.51%	170.76%
流动比率	1.25	1.04	1.06	1.12
速动比率	0.54	0.44	0.50	0.61
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	0.39	0.38	0.35
应收账款周转率	31.80	24.89	48.86	95.79
应付账款周转率	7.89	6.91	6.87	6.78
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.27	0.51	0.79	0.92
每股经营现金	0.66	1.86	2.80	3.48
每股净资产	3.12	3.58	4.39	5.34
<b>估值比率</b>				
P/E	54.29	28.87	18.63	16.04
P/B	4.72	4.11	3.35	2.76
EV/EBITDA	13.53	6.68	5.11	4.58

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>