



买入 (维持)

所属行业: 有色金属/黄金
当前价格(元): 14.72

证券分析师

翟堃

资格编号: S0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号: S0120522100003

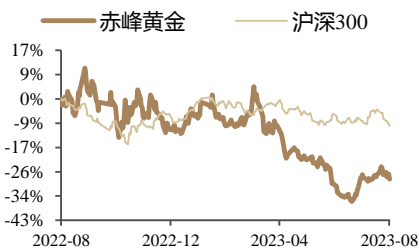
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

康宇豪

邮箱: kangyh@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.74	2.08	-8.97
相对涨幅(%)	1.41	6.61	-4.52

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《赤峰黄金(600988.SH): 半年度业绩环比提升, 降本效果显著》, 2023.7.15
- 《赤峰黄金(600988.SH): 一季度黄金融资租赁影响较大, 矿产金销售成本较22年Q4下降, 降本初见成效》, 2023.5.4
- 《赤峰黄金(600988.SH): 22年业绩承压, 23年降本控费盈利有望改善》, 2023.3.31

赤峰黄金(600988.SH): 提质保 量降本显著, 多矿山建设如期推 进

投资要点

- 事件: 公司披露 2023 年半年报告, 利润环比大幅提升, 黄金产量保持稳健。**公司 2023 年上半年公司生产矿产金 6.88 吨, 同比+6.94%, 环比-3.49%; 实现营业收入 33.72 亿元, 同比+10.68%, 环比+4.70%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.12 亿元, 同比-24.08%, 环比+675.63%。
- 公司降本效果显著, 万象矿业、金星瓦萨、国内矿山全维持成本均同比下降。(1) 万象矿业:**通过精简部门及人员, 调整福利标准、推广节能降耗等进行管理升级, 在坑壁角度、选厂回收率、原料单耗、设备使用率等方面进行技术创新, 通过强化竞争机制、发挥集中采购作用、推进转移定价等措施对供应链进行改革, 上半年黄金单位全维持成本(AISC)较上年同期下降 10.15%。**(2) 金星瓦萨:**对各部门详细成本和消耗数据进行分析并制定了相应的降本行动计划, 责任分配至各部门负责人, 确定了 50 多项降本举措, 重点降本领域主要包括能源、化学品和药剂、炸药、外部服务、人力成本等。同时, 随着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、机械化助力减员潜力, 降本增效、自由现金流改善的潜力均将逐渐显现, 上半年黄金单位全维持成本较上年同期下降 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, 控制现阶段非必要资本开支和非生产性支出, 充分利用数字化、智能化管理工具, 国内矿山黄金单位全维持成本较上年同期下降 16.31%。
- 公司各矿山建设/扩产如期进行, 矿石处理能力有望持续提升。(1) 万象矿业:**Discovery 采区地采项目逐步生产, 7 月进入商业运营, 预计 23 年可补充开采矿石 30 万吨, 平均品位 4 克/吨以上。**(2) 金星瓦萨:**开拓 242 和 B-Shoot 南延区两个井下采区, 7 月开始在 242 斜坡道掘进施工采出副产矿石, 8 月初开始 B-Shoot 南斜坡道掘进工作。**(3) 吉隆矿业:**新增 18 万吨金矿石采选能力扩建项目主厂房建设预计 2023 年 10 月完工完成设备安装, 2024 年 3 月可试生产。探矿权 5 号矿段估算新增金资源量 900 公斤。**(4) 五龙矿业:**23 年上半年日均处理规模由原 1200 吨增加至 1500 吨以上, 预计 9 月日处理矿石量可达 1800-2000 吨。**(5) 锦泰矿业溪灯坪金矿:**矿山项目一期 14 万吨/年采选规模预计 8 月末完成堆浸场建设, 9 月初喷淋投产。**(6) 瀚丰矿业:**预计 2024 年 6 月可以开始生产。
- 盈利预测:**预计公司黄金 2023-2025 年产量分别为 15/16/18 吨。公司盈利有望随黄金价格上涨、公司自身降本控费持续改善, 预计公司 2023-2025 年营业收入为 68.56/75.80/84.67 亿元, 归母净利润为 8.20/13.66/16.96 亿元, 对应 PE29.87/17.93/14.44, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 金价大幅下跌; 项目进度不及预期; 环保政策变化。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,663.91		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	1,663.91	营业收入(百万元)	3,783	6,267	6,856	7,580	8,467
52 周内股价区间(元):	13.09-22.75	(+/-)YOY(%)	-17.0%	65.7%	9.4%	10.6%	11.7%
总市值(百万元):	24,492.78	净利润(百万元)	583	451	820	1,366	1,696
总资产(百万元):	17,757.40	(+/-)YOY(%)	-25.7%	-22.6%	81.8%	66.6%	24.2%
每股净资产(元):	3.13	全面摊薄 EPS(元)	0.35	0.27	0.49	0.82	1.02
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	33.3%	28.6%	31.7%	43.0%	45.1%
		净资产收益率(%)	12.6%	8.7%	14.0%	19.0%	19.1%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.49	0.82	1.02
每股净资产	3.12	3.51	4.33	5.35
每股经营现金流	0.66	0.91	1.82	1.57
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	66.85	29.87	17.93	14.44
P/B	5.79	4.20	3.40	2.75
P/S	5.11	4.65	4.20	3.76
EV/EBITDA	13.29	9.85	6.86	5.80
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.6%	31.7%	43.0%	45.1%
净利润率	7.9%	12.9%	19.6%	21.7%
净资产收益率	8.7%	14.0%	19.0%	19.1%
资产回报率	2.6%	4.4%	6.7%	7.3%
投资回报率	5.9%	8.1%	11.6%	12.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	65.7%	9.4%	10.6%	11.7%
EBIT 增长率	52.0%	35.2%	73.8%	19.5%
净利润增长率	-22.6%	81.8%	66.6%	24.2%
偿债能力指标				
资产负债率	57.8%	56.6%	52.9%	50.8%
流动比率	1.3	1.4	1.7	1.8
速动比率	0.5	0.5	1.0	1.0
现金比率	0.4	0.3	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	11.3	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	144.0	200.0	230.0	250.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	1.2	1.6	2.2	3.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	451	820	1,366	1,696
少数股东损益	43	66	117	143
非现金支出	1,418	1,326	1,323	1,390
非经营收益	102	67	73	83
营运资金变动	-924	-768	156	-700
经营活动现金流	1,090	1,511	3,034	2,613
资产	-1,904	-1,405	-1,440	-1,429
投资	-2,324	-238	-277	-264
其他	244	53	64	70
投资活动现金流	-3,984	-1,589	-1,653	-1,623
债权募资	2,233	263	380	273
股权募资	29	-170	0	0
其他	-37	-118	-134	-151
融资活动现金流	2,225	-26	246	123
现金净流量	-655	-103	1,627	1,113

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 8 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,267	6,856	7,580	8,467
营业成本	4,472	4,683	4,320	4,652
毛利率%	28.6%	31.7%	43.0%	45.1%
营业税金及附加	284	302	337	376
营业税金率%	4.5%	4.4%	4.5%	4.4%
营业费用	1	1	1	1
营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	502	509	577	639
管理费用率%	8.0%	7.4%	7.6%	7.6%
研发费用	28	35	37	42
研发费用率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
EBIT	984	1,330	2,312	2,762
财务费用	137	54	75	10
财务费用率%	2.2%	0.8%	1.0%	0.1%
资产减值损失	-42	3	4	4
投资收益	62	53	64	70
营业利润	852	1,331	2,302	2,823
营业外收支	-30	0	0	0
利润总额	822	1,331	2,302	2,823
EBITDA	2,360	2,659	3,638	4,156
所得税	328	444	819	983
有效所得税率%	39.9%	33.4%	35.6%	34.8%
少数股东损益	43	66	117	143
归属母公司所有者净利润	451	820	1,366	1,696

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,285	1,182	2,809	3,922
应收账款及应收票据	369	393	449	491
存货	2,165	3,039	2,482	3,979
其它流动资产	291	373	516	423
流动资产合计	4,109	4,987	6,255	8,816
长期股权投资	358	596	873	1,137
固定资产	5,185	4,356	3,477	2,549
在建工程	677	900	1,128	1,355
无形资产	6,733	7,257	7,837	8,399
非流动资产合计	13,435	13,750	14,142	14,441
资产总计	17,544	18,736	20,397	23,257
短期借款	488	650	975	1,219
应付票据及应付账款	851	1,230	930	1,654
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,940	1,774	1,871	1,895
流动负债合计	3,280	3,655	3,777	4,768
长期借款	1,514	1,615	1,670	1,700
其它长期负债	5,342	5,342	5,342	5,342
非流动负债合计	6,856	6,957	7,012	7,042
负债总计	10,136	10,612	10,789	11,810
实收资本	1,664	1,655	1,655	1,655
普通股股东权益	5,188	5,838	7,204	8,900
少数股东权益	2,221	2,287	2,404	2,547
负债和所有者权益合计	17,544	18,736	20,397	23,257

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。张崇欣，德邦证券有色行业首席分析师，中国矿业大学矿业工程硕士，采矿工程学士。有丰富的矿业工程技术工作经验。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。