

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

赤峰黄金 (600988.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

张航 金属&新材料行业首席分析师

执业编号: S1500523080009

邮箱: zhanghang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩改善显著, “双轮驱动”可期

2023年08月22日

- **事件:** 2023 H1 公司实现营业收入 33.72 亿元, 同比增长 10.68%; 归母净利润 3.12 亿元, 同比下降 24.08%; 扣非归母净利润 3.72 亿元, 同比下降 9.39%。Q2 实现营业收入 17.85 亿元, 同比增长 14.52%、环比增长 12.49%; 归母净利润 2.37 亿元, 同比下降 0.03%、环比增长 214.51%; 扣非归母净利润 2.41 亿元, 同比持平, 环比增长 84%。
- **点评:**

2023 年上半年矿产金量价齐升, 电解铜略降。 2023 年 H1 黄金均价 433.75 元/克, 同比上涨 10.8%; Q2 黄金均价 447.62 元/克, 同比上涨 12.2%, 环比上涨 6.6%。2023 年 H1 铜均价 67922 元/吨, 同比下降 5.4%; Q2 铜价均价 67517 元/吨, 同比下降 6.4%, 环比下降 1.3%。上半年公司生产矿产金 6.88 吨, 销售 7.2 吨, 同比增长 10.64%。上半年公司生产电解铜 3011 吨, 销售 2741 吨, 同比下降 28.45%。
- **降本增效显著, 毛利率显著提高。** 公司 2023 年 H1 矿产金全维持成本为 267.01 元/克, 较 2022 年同期下降 4.9%, 矿产金成本下降, 带动公司上半年毛利率同比上升 3.22 个 pct 至 31.86%, 公司全方位成本降低效果显现。从主力矿山来看, 国内矿山依托资源优势, 通过进一步完善管理体系, 使全维持成本 (AISC) 同比下降 16.31%; 万象矿业通过管理升级, 调整选厂回收率, AISC 同比下降 10.15%; 金星瓦萨通过进一步优化降本计划, AISC 同比下降 3.54%。伴随降本增效计划进一步优化, 公司毛利率有望继续上升。
- **“黄金+稀土”双轮驱动, 项目进度顺利推进。** 1) 万象矿业 Discovery 采区地下开采项目已逐步进行生产性采矿, 7 月份已进入正式商业运营, 公司预计 2023 年度可补充地下开采矿石 30 万吨, 平均品位 4 克/吨以上, 回收率明显优于卡林型矿石。2) 吉隆矿业新增 18 万吨/年金矿石采选能力, 扩建项目主厂房预计于 2024 年 3 月可进行试生产。3) 五龙矿业 3000 吨/日采选能力选厂稳定运行, 下半年处理规模有望继续提升。4) 锦泰矿业溪灯坪金矿项目一期初步设计采选规模为 14 万吨/年, 项目预计 9 月初可开始喷淋投产。5) 公司正在积极推进稀土资源新项目申请, 合作项目考察、勘探和采矿权证申请工作。同时, 万象矿业塞班矿区稀土资源开采权也已提交申请, 正在审批程序中。
- **金价或将继续上行。** 我们认为, 短期美联储加息已接近尾声, 金价短期压制因素已趋弱; 中长期来看, 美国经济增速边际下滑带来的美元弱势, 地缘冲突以及美联储加息造成的金融体系不稳定都将加重市场的避险情绪。宽流动性弱美元, 叠加避险情绪加重, 或将支撑金价继续上行。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 0.53 元、0.68 元、0.79 元, 对应当前股价的 PE 分别为 28x、22x、19x。考虑黄金价格中枢将稳步抬升, 公司未来黄金产量逐渐释放, 维持公司

“买入”评级。

➤ **风险因素：**美联储超预期加息，公司矿山产量释放不及预期。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,783	6,267	7,330	8,830	10,120
同比(%)	-17.0%	65.7%	17.0%	20.5%	14.6%
归属母公司净利润	583	451	889	1,125	1,312
同比(%)	-25.7%	-22.6%	97.1%	26.5%	16.6%
毛利率(%)	33.3%	28.6%	34.9%	35.8%	36.0%
ROE(%)	12.6%	8.7%	14.6%	15.6%	15.4%
EPS (摊薄)(元)	0.35	0.27	0.53	0.68	0.79
P/E	42.57	66.85	27.58	21.80	18.69
P/B	5.37	5.79	4.04	3.41	2.88
EV/EBITDA	16.25	13.53	13.85	11.39	9.88

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月21日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	3,758	4,109	4,467	5,181	6,084	
货币资金	1,825	1,285	1,420	1,577	1,984	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	25	369	431	520	596	
预付账款	50	100	106	126	144	
存货	1,412	2,165	2,309	2,744	3,136	
其他	446	191	200	213	224	
非流动资产	4,295	13,435	14,085	14,735	15,385	
长期股权投资	2	358	418	478	538	
固定资产(合)	2,439	5,185	5,312	5,438	5,565	
无形资产	1,181	6,733	6,433	6,133	5,833	
其他	674	1,159	1,922	2,686	3,449	
资产总计	8,054	17,544	18,583	19,978	21,562	
流动负债	1,342	3,280	3,390	3,588	3,764	
短期借款	0	488	508	508	508	
应付票据	0	158	158	158	158	
应付账款	440	693	693	693	693	
其他	901	1,940	2,030	2,228	2,404	
非流动负债	1,711	6,856	6,777	6,697	6,618	
长期借款	0	1,514	1,434	1,355	1,275	
其他	1,711	5,342	5,342	5,342	5,342	
负债合计	3,053	10,136	10,166	10,285	10,381	
少数股东权益	381	2,221	2,340	2,491	2,667	
归属母公司股东权益	4,620	5,188	6,077	7,202	8,514	
负债和股东权益	8,054	17,544	18,583	19,978	21,562	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,783	6,267	7,330	8,830	10,120	
同比(%)	-17.0%	65.7%	17.0%	20.5%	14.6%	
归属母公司净利润	583	451	889	1,125	1,312	
同比(%)	-25.7%	-22.6%	97.1%	26.5%	16.6%	
毛利率(%)	33.3%	28.6%	34.9%	35.8%	36.0%	
ROE%	12.6%	8.7%	14.6%	15.6%	15.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.27	0.53	0.68	0.79	
P/E	42.57	66.85	27.58	21.80	18.69	
P/B	5.37	5.79	4.04	3.41	2.88	
EV/EBITDA	16.25	13.53	13.85	11.39	9.88	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,783	6,267	7,330	8,830	10,120	
营业成本	2,524	4,472	4,770	5,669	6,479	
营业税金及附加	158	284	336	404	464	
销售费用	1	1	8	9	11	
管理费用	235	502	575	692	794	
研发费用	25	28	25	30	34	
财务费用	-87	137	102	109	104	
减值损失合	-192	-42	0	0	0	
投资净收益	14	62	8	9	11	
其他	-2	-11	2	3	3	
营业利润	747	852	1,524	1,928	2,249	
营业外收支	24	-30	1	1	1	
利润总额	771	822	1,525	1,929	2,249	
所得税	157	328	516	653	761	
净利润	614	494	1,009	1,276	1,488	
少数股东损	31	43	119	151	176	
归属母公司	583	451	889	1,125	1,312	
EBITDA	1,427	2,318	1,854	2,233	2,524	
EPS(当)	0.35	0.27	0.53	0.68	0.79	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	755	1,090	1,327	1,363	1,606	
净利润	614	494	1,009	1,276	1,488	
折旧摊销	779	1,375	346	346	346	
财务费用	13	149	113	109	104	
投资损失	-14	-62	-8	-9	-11	
营运资金变	-836	-924	-133	-358	-321	
其它	198	57	-1	-1	-1	
投资活动现金流	-278	-3,984	-1,019	-1,017	-1,016	
资本支出	-1,340	-1,904	-935	-935	-935	
长期投资	274	-2,324	-91	-91	-91	
其他	788	244	8	9	11	
筹资活动现金流	56	2,225	-173	-189	-184	
吸收投资	0	29	0	0	0	
借款	0	2,443	-60	-79	-79	
支付利息或股息	-12	-172	-113	-109	-104	
现金流净增加额	531	-655	135	157	406	

研究团队简介

张航，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

陈光辉，中南大学冶金工程硕士，2022 年 8 月加入信达证券研究开发中心，从事电池金属等能源金属研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。