

有色金属

2022年08月10日

赤峰黄金 (600988)

——22H1 单位黄金销售成本环比下降，管理费用拖累业绩

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2022年08月09日

收盘价(元)	19.09
一年内最高/最低(元)	22.55/13.5
市净率	6.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万)	29306
上证指数/深证成指	3247.43/12331.09
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：2022年06月30日

每股净资产(元)	3.16
资产负债率%	48.33
总股本/流通A股(百万)	1664/1535
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《赤峰黄金(600988)点评：业绩不及预期，短期黄金生产成本较高》2022/05/04

《赤峰黄金(600988)深度：成长型黄金矿业，滞胀下迎量价齐升》2022/04/12

证券分析师

王宏为 A0230519060001
wanghw@swsresearch.com

联系人

马焰明
(8621)23297818×
maym@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告 2022 年上半年业绩，略低于预期。**1) 2022H1 实现营收 30.5 亿元 (yoy+82.1%)，主要系黄金量价齐升及金星资源纳入合并范围所致；归母净利润 4.1 亿元 (yoy+2.5%)，扣非归母净利润 4.1 亿元 (yoy-1.4%)，其中管理费用 2.4 亿元 (yoy+398.8%)，主要系金星资源并购的相关费用及金星资源纳入合并范围所致，财务费用 0.4 亿元 (21H1 为-0.3 亿元)，主要系银行借款增多。2) 2022Q2 实现营收 15.6 亿元 (yoy+71.4%，qoq+4.8%)，归母净利润 2.4 亿元 (yoy+2.0%，qoq+36.0%)，扣非归母净利润 2.4 亿元 (yoy-2.8%，qoq+41.9%)。
- **黄金单位销售成本环比下降。**1)收入结构：22H1 黄金收入 25.2 亿元 (yoy+78.6%)，占比 82.8%，电解铜收入 2.5 亿元 (yoy+205.6%)，占比 8.3%；2) 销量：22H1 黄金销量 6.5 吨 (yoy+77.8%)，电解铜销量 3830.3 吨 (yoy+176.5%)，22Q2 黄金销量 3.3 吨 (qoq+5.1%)，电解铜销量 1513.5 吨 (qoq-34.7%)；3) 毛利率：黄金毛利率 41.5% (yoy+4.2pct)，电解铜毛利率 51.8% (yoy-1.3pct)；4) 价格：22H1 黄金价格 386.4 元/克，电解铜价格 6.6 万元/吨。5) **单位销售成本：22H1 黄金单位销售成本 226.0 元/克 (yoy-5.5%)，22Q2 黄金单位销售成本 191.3 元/克 (22Q1 为 262.3 元/克，qoq-27.1%)。**
- **成长型黄金矿企，聚焦黄金。**国内黄金矿山为吉隆矿业 (100%)、华泰矿业 (100%)、瀚丰矿业 (100%)、五龙矿业 (100%)，保有黄金资源量约 52.57 吨，海外矿山为 Sepon 金铜矿 (90%，2018 年并购)，保有黄金资源量约 158 吨，Wassa 金矿 (55.8%，2022 年 1 月完成交割)，保有金资源量约 364.8 吨，公司共计保有金资源量 575.4 吨。此外，Sepon 铜金矿在现有矿区发现中重型稀土资源。
- **海外矿山贡献增量，黄金产量快速增长。**1) **国内矿山技改：**2021 年底五龙矿业技改完成，选矿能力由 1200 吨/日提升至 3000 吨/日；启动吉隆矿业 1000 吨/日选厂升级改造项目 (原为 450 吨/日)，建设周期 18 个月，预计于 2023 年 6 月建成。2) **建设海外矿山：**万象矿山回收率大幅提升，由 2021 年的 50%左右提升至目前的 70%左右，Discovery 采区深部斜坡道工程开工，预计 2023 年投产后新增产能 120 万吨/年，并加紧编制中重型稀土资源储量报告；2022 年 1 月完成 wassa 金矿交割，本年度黄金产量目标 5.2 吨，力争 3-5 年年产不低于 10 吨。3) **预计 22-24 年黄金产量分别为 16/20/22 吨。**
- **公司是成长型黄金企业，维持增持评级。**美联储加息已至末期，美债长短期利率倒挂经济预期悲观，预计 22Q4 黄金价格有望上涨。公司聚焦黄金业务，国内矿山技改+海外矿山收购，黄金产量快速提升。因黄金产量不及预期，下调 22 年盈利预测，维持 23-24 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 10.2/17.8/24.7 亿元 (22-24 年原预测为 12.9/17.8/24.7 亿元)，对应 PE 分别为 31/18/13x，维持增持评级。
- **风险提示：**黄金价格下跌，项目建设不及预期，疫情影响矿山开工

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,783	3,046	6,784	8,973	11,279
同比增长率 (%)	-17.0	82.1	79.3	32.3	25.7
归母净利润 (百万元)	583	411	1,021	1,777	2,467
同比增长率 (%)	-25.7	2.5	75.2	74.1	38.9
每股收益 (元/股)	0.35	0.25	0.61	1.07	1.48
毛利率 (%)	33.3	42.0	33.2	39.2	41.2
ROE (%)	12.6	7.8	18.1	24.0	25.0
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,558	3,783	6,784	8,973	11,279
其中: 营业收入	4,558	3,783	6,784	8,973	11,279
减: 营业成本	3,153	2,524	4,530	5,455	6,630
减: 税金及附加	143	158	283	374	470
主营业务利润	1,262	1,100	1,971	3,144	4,179
减: 销售费用	15	1	20	27	34
减: 管理费用	326	235	441	476	623
减: 研发费用	74	25	88	117	124
减: 财务费用	-86	-87	21	30	-28
经营性利润	933	927	1,401	2,494	3,426
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	4	-2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-17	-192	0	0	0
加: 投资收益及其他	96	14	1	0	0
营业利润	1,016	747	1,402	2,495	3,426
加: 营业外净收入	-9	24	0	0	0
利润总额	1,006	771	1,402	2,495	3,426
减: 所得税	183	157	280	499	685
净利润	824	614	1,122	1,996	2,741
少数股东损益	40	31	101	220	274
归属于母公司所有者的净利润	784	583	1,021	1,777	2,467
全面摊薄总股本	1,664	1,664	1,664	1,664	1,664
每股收益 (元)	0.47	0.35	0.61	1.07	1.48

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。