

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

姜永刚 金属&新材料行业首席分析师
执业编号: S1500520010002
联系电话: 010-83326716
邮箱: louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业分析师
执业编号: S1500520040001
联系电话: 18811761255
邮箱: huangliheng@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

黄金降本，稀土可期

2022年08月10日

➤ **事件:** 公司于8月9日发布2022年半年报, 1-6月份实现营业收入和归母净利分别为30.46、4.11亿元, 同比分别增长82.12%、2.5%。公司Q2实现营业收入和归母净利分别为15.59、2.37亿元, 同比分别增长71.38%、1.97%, 环比分别增长4.77%、35.99%。

➤ **点评:**

黄金降本, 环比改善。 公司2022年上半年营业收入同比、环比均有较大幅度增长, 主因公司于2022年1月联合中非产能发展基金共同并购金星资源100%股权并顺利完成交割, 矿产金产量同比增长64.95%至6436.73公斤, 电解铜同比产量增长161.13%至0.37万吨。公司归母净利4.11亿元, 同比及环比分别增长2.5%和35.99%, 归母净利增长一方面得益于营业收入的大幅增长, 另一方面公司老挝万象矿业针对金矿选冶回收率进行持续攻关, 在配矿、高压氧化以及浮选等环节不断完善工艺流程, 使得金选矿综合回收率大幅提高, 由2021年的50%左右提升至目前的70%左右, 使得黄金单位销售成本较上年同期下降5.50%, 较2021年度下降16.10%至225.95元/克。公司通过内部探矿增储和外延并购持续增加核心产品资源储量及产量, 同时通过提质增效不断降低产品生产成本, 抗风险及可持续发展能力进一步增强。

➤ **黄金增产, 稀土可期。** 在不断提高黄金储量及产量的同时, 公司在万象矿业矿区初步发现风化壳离子吸附型稀土矿床, 其配分类型属较为稀缺的中重型稀土, 公司正在编制相应的资源储量报告, 中重稀土的发现进一步提高了公司矿产资源的多样性。内部探矿增储叠加外延并购持续, 公司黄金产量预计将持续增长: ①吉隆矿业年新增18万吨金矿石采选能力扩建项目启动实施, 选厂日处理能力将由目前的450吨提升至1000吨, 下半年将开始选厂主厂房等, 项目工期预计18个月, 预计达产后吉隆矿业黄金产量将增加2.4吨。②五龙矿业3000吨/日选矿厂已于2021年底正式竣工投产, 选矿能力从1200吨/日跃升至3000吨/日, 采矿能力预计将2024年完成配套建设, 届时预计五龙黄金将增产黄金1.5倍至7.2吨。③万象矿业Discovery采区深部斜坡道工程开工, 预计明年投产后新增产能120万吨/年, 预计将为万象矿业带来3.24吨增量。④金星瓦萨黄金产量目标由4.9吨提升至5.6吨, 公司力争三至五年内将其打造成年产不低于10吨的大型黄金矿山。

➤ **加息或缓, 金价抬升。** 美国7月Markit制造业PMI终值为52.2, 低于预期及前值的52.3; 最新一期当周续请及首次申请失业金人数均超过前值, 且7月平均工资均高于预期及前值。当前美国经济增速正在边际下滑, 就业数据仍不容乐观且企业用工成本持续增加, 后续或将对就业数据产生负面影响。我们预计短期货币政策效应短期或将下降, 届时美联储将会重新评估加息节奏, 地缘关系紧张也将带动避险情绪提升将使贵金属价格稳步抬升。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2022-2024 年摊薄每股收益分别为 0.72 元、1.20 元、1.45 元，对应当前股价的 PE 分别为 26.52x、15.93x、13.15x。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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,558	3,783	7,170	9,357	11,437
同比(%)	-24.9%	-17.0%	89.6%	30.5%	22.2%
归属母公司净利润	784	583	1,198	1,995	2,415
同比(%)	317.0%	-25.7%	105.6%	66.5%	21.1%
毛利率(%)	30.8%	33.3%	34.8%	41.8%	41.6%
ROE(%)	19.2%	12.6%	20.6%	25.5%	23.6%
EPS (摊薄) (元)	0.47	0.35	0.72	1.20	1.45
P/E	38.11	42.57	26.52	15.93	13.15
P/B	7.29	5.37	5.46	4.07	3.11
EV/EBITDA	18.92	16.25	17.40	10.92	8.87

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 8 月 9 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	3,577	3,758	6,339	9,435	13,035	
货币资金	2,131	1,825	2,794	5,207	7,873	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	8	25	48	62	76	
预付账款	41	50	93	108	132	
存货	772	1,412	2,615	3,048	3,734	
其他	625	446	789	1,010	1,220	
非流动资产	3,639	4,295	5,233	6,170	7,108	
长期股权投资	0	2	4	6	8	
固定资产(合)	2,337	2,439	2,800	3,161	3,522	
无形资产	757	1,181	1,604	2,028	2,451	
其他	544	674	825	975	1,126	
资产总计	7,216	8,054	11,574	15,609	20,148	
流动负债	1,090	1,342	1,875	2,009	2,164	
短期借款	165	0	273	273	273	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	247	440	440	440	440	
其他	678	901	1,162	1,296	1,451	
非流动负债	1,683	1,711	3,336	4,961	6,586	
长期借款	26	0	1,625	3,250	4,875	
其他	1,657	1,711	1,711	1,711	1,711	
负债合计	2,773	3,053	5,211	6,970	8,750	
少数股东权益	355	381	558	854	1,213	
归属母公司股东权益	4,088	4,620	5,818	7,813	10,228	
负债和股东权益	7,216	8,054	11,574	15,609	20,148	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	4,558	3,783	7,170	9,357	11,437	
同比(%)	-24.9%	-17.0%	89.6%	30.5%	22.2%	
归属母公司净利润	784	583	1,198	1,995	2,415	
同比(%)	317.0	-25.7%	105.6%	66.5%	21.1%	
毛利率(%)	30.8%	33.3%	34.8%	41.8%	41.6%	
ROE%	19.2%	12.6%	20.6%	25.5%	23.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.35	0.72	1.20	1.45	
P/E	38.11	42.57	26.52	15.93	13.15	
P/B	7.29	5.37	5.46	4.07	3.11	
EV/EBITDA	18.92	16.25	17.40	10.92	8.87	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	4,558	3,783	7,170	9,357	11,437	
营业成本	3,153	2,524	4,676	5,448	6,675	
营业税金及附加	143	158	321	420	513	
销售费用	15	1	8	11	13	
管理费用	326	235	564	736	900	
研发费用	74	25	24	31	38	
财务费用	-86	-87	5	40	63	
减值损失合	-17	-192	0	0	0	
投资净收益	92	14	31	0	0	
其他	8	-2	6	8	10	
营业利润	1,016	747	1,609	2,680	3,245	
营业外收支	-9	24	0	0	0	
利润总额	1,006	771	1,609	2,680	3,245	
所得税	183	157	234	389	471	
净利润	824	614	1,376	2,291	2,774	
少数股东损	40	31	178	296	358	
归属母公司	784	583	1,198	1,995	2,415	
EBITDA	1,486	1,427	1,787	2,774	3,300	
EPS(当)	0.47	0.35	0.72	1.20	1.45	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1,072	755	370	2,169	2,471	
净利润	824	614	1,376	2,291	2,774	
折旧摊销	636	779	350	350	350	
财务费用	60	13	27	79	127	
投资损失	-92	-14	-31	0	0	
营运资金变	-400	-875	-1,351	-550	-780	
其它	45	238	0	0	0	
投资活动现金流	176	-278	-1,272	-1,303	-1,303	
资本支出	-967	-1,340	-1,285	-1,285	-1,285	
长期投资	1,301	274	-18	-18	-18	
其他	-158	788	31	0	0	
筹资活动现金流	-465	56	1,871	1,546	1,498	
吸收投资	503	0	0	0	0	
借款	455	0	1,898	1,625	1,625	
支付利息或股息	-67	-12	-27	-79	-127	
现金流净增加额	787	531	970	2,413	2,666	

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

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发展中心，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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

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。