

赤峰黄金 (600988.SH)

2022年中报点评：增量降本，业绩稳步提升

买入

核心观点

增量降本，公司业绩持续提升。2022年上半年，公司紧盯增产量、降成本。国际化发展步伐进一步加快，各项指标同比均有所提升。公司完成矿产金6.44吨，同比上涨64.95%；对应单位销售成本225.95元/克，同比下降5.50%。实现营业收入30.46亿元，同比增长82.12%；归属于上市公司股东的净利润4.11亿元，同比增长2.50%。二季度单季，公司实现营业收入15.59亿元，环比增长4.77%；归属于上市公司股东的净利润2.37亿元，环比增长35.99%。此外公司上半年计提资产减值损失2.89亿元。

Sepon金铜矿回收率大幅提升。万象矿业目前运营Sepon金铜矿处于老挝川圹-长山多金属成矿带，是老挝境内较为重要的内生金属矿带，2021年末保有黄金资源量约158吨。针对金矿选冶回收率低的问题，公司在配矿、高压氧化、浮选、浸出等环节不断完善工艺流程，金选矿综合回收率从2021年的50%左右提升至目前的70%左右，逐步接近80%的阶段目标。此外地下工程启动，未来产量有望快速提升，单位成本也将持续下降。

瓦萨金矿提出“双万计划”，增量可期。金星资源核心资产瓦萨金矿位于全球知名黄金成矿带阿散蒂金矿带，保有金资源量约364.8吨，其中探明+控制的约110吨。瓦萨金矿资源潜力巨大，上半年在矿区西南林区的化探异常验证，发现赋存深度较浅的露采新矿体，B矿体南延区发现高品位新资源。基于资源禀赋，公司制定了“日选矿石1万吨，年产黄金1万公斤”的计划，力争3-5年时间将其打造成年产不低于10吨的大型黄金矿山。

五龙矿业推进采选能力提升工程，增储潜力巨大。2021年底五龙矿业3000吨/日选矿厂已正式竣工投产，与之配套的井下技改工程按计划顺利推进，预计将在2024年形成3000吨/日的采选能力。3000米验证钻工程顺利终孔，在见矿深度和成矿类型上均有新突破，为后期勘探提供指引。

风险提示：项目建设进度不及预期；矿产品价格大幅回调。

投资建议：公司处于快速成长期，黄金产销量将迎来大幅提升，且生产成本存在持续下降空间。公司各项业务进展符合预期，我们维持原盈利预测，预计公司2022-2024年收入71.7/90.2/101.6亿元，同比增长89.5%/25.8%/12.7%；归属母公司净利润12.7/19.2/24.0亿元，年增速分别为118.1%/50.7%/25.6%；摊薄EPS为0.76/1.15/1.44元，当前股价对应PE为25.0/16.6/13.2x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,558	3,783	7,169	9,016	10,158
(+/-%)	-24.9%	-17.0%	89.5%	25.8%	12.7%
净利润(百万元)	784	583	1271	1915	2404
(+/-%)	317.0%	-25.7%	118.1%	50.7%	25.6%
每股收益(元)	0.47	0.35	0.76	1.15	1.44
EBIT Margin	18.6%	22.2%	23.0%	27.7%	30.8%
净资产收益率(ROE)	19.2%	12.6%	22.0%	25.9%	25.5%
市盈率(PE)	40.5	54.5	25.0	16.6	13.2
EV/EBITDA	23.3	21.6	16.6	11.7	9.5
市净率(PB)	7.77	6.87	5.51	4.30	3.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：冯思宇

010-88005314

fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	19.09元
总市值/流通市值	31766/29303百万元
52周最高价/最低价	22.55/13.50元
近3个月日均成交额	870.61百万元

市场走势

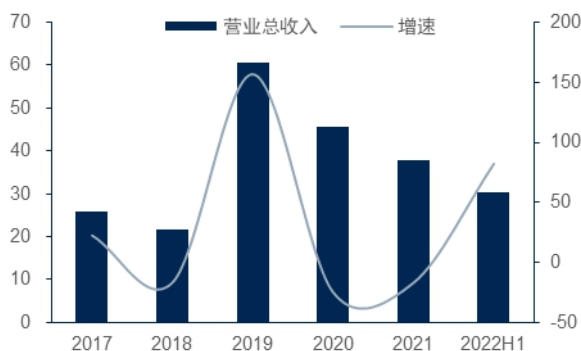


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

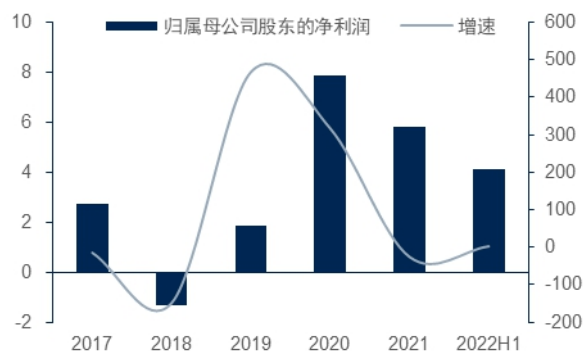
相关研究报告

《赤峰黄金(600988.SH)-聚焦黄金主业，高速增长可期》
—2022-05-09

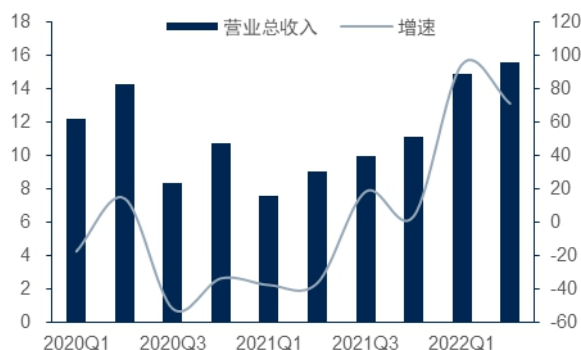
增量降本，公司业绩持续提升。2022年上半年，公司紧盯增产量、降成本。国际化发展步伐进一步加快，各项指标同比均有所提升。公司完成矿产金6.44吨，同比上涨64.95%；对应单位销售成本225.95元/克，同比下降5.50%。实现营业收入30.46亿元，同比增长82.12%；归属于上市公司股东的净利润4.11亿元，同比增长2.50%。二季度单季，公司实现营业收入15.59亿元，环比增长4.77%；归属于上市公司股东的净利润2.37亿元，环比增长35.99%。此外公司上半年计提资产减值损失2.89亿元。

图1：公司营业收入情况（亿元，%）


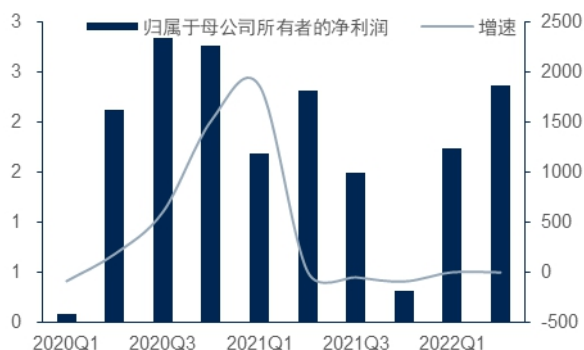
资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润情况（亿元，%）


资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入（亿元，%）


资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润（亿元，%）


资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

表1：2022年1-6月公司产量产销量及单位销售成本

主要产品	单位	生产量	销售量	单位销售成本
矿产金	克、元/克	6,436,731.29	6,527,794.11	225.95
电解铜	吨、元/吨	3,691.45	3,830.29	31,654.72
铜精粉	吨、元/吨	932.45	932.77	4,087.83
铅精粉	吨、元/吨	1287.37	1573.75	3,415.19
锌精粉	吨、元/吨	10,466.66	10,466.66	3,867.03

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Sepon 金铜矿回收率大幅提升。万象矿业目前运营 Sepon 金铜矿处于老挝川圹-长山多金属成矿带，是老挝境内较为重要的内生金属矿带，2021年末保有黄金资源

量约 158 吨。针对金矿选冶回收率低的问题，公司在配矿、高压氧化、浮选、浸出等环节不断完善工艺流程，金选矿综合回收率从 2021 年的 50%左右提升至目前的 70%左右，逐步接近 80%的阶段目标。此外地下工程启动，未来产量有望快速提升，单位成本也将持续下降。

瓦萨金矿提出“双万计划”，增量可期。金星资源核心资产瓦萨金矿位于全球知名黄金成矿带阿散蒂金矿带，保有金资源量约 364.8 吨，其中探明+控制的约 110 吨。瓦萨金矿资源潜力巨大，上半年在矿区西南林区的化探异常验证，发现赋存深度较浅的露采新矿体，B 矿体南延区发现高品位新资源。基于资源禀赋，公司制定了“日选矿石 1 万吨，年产黄金 1 万公斤”的计划，力争 3-5 年时间将其打造成年产不低于 10 吨的大型黄金矿山。

五龙矿业推进采选能力提升工程，增储潜力巨大。2021 年底五龙矿业 3000 吨/日选矿厂已正式竣工投产，与之配套的井下技改工程按计划顺利推进，预计将在 2024 年形成 3000 吨/日的采选能力。3000 米验证钻工程顺利终孔，在见矿深度和成矿类型上均有新突破，为后期勘探提供指引。

投资建议：公司处于快速成长期，黄金产销量将迎来大幅提升，且生产成本存在持续下降空间。公司各项业务进展符合预期，我们维持原盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入 71.7/90.2/101.6 亿元，同比增长 89.5%/25.8%/12.7%；归属母公司净利润 12.7/19.2/24.0 亿元，年增速分别为 118.1%/50.7%/25.6%；摊薄 EPS 为 0.76/1.15/1.44 元，当前股价对应 PE 为 25.0/16.6/13.2x，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PB (LF)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
600988.SH	赤峰黄金	19.09	317.64	0.35	0.76	1.15	1.44	54.52	25.00	16.59	13.21	13.38	6.04	买入
600547.SH	山东黄金	18.22	760.91	-0.09	0.53	0.66	0.77	-202.44	34.16	27.68	23.82	-0.67	3.53	无
000975.SZ	银泰黄金	11.94	331.54	0.46	0.67	0.81	0.98	26.04	17.95	14.77	12.25	12.51	3.30	无
600489.SH	中金黄金	7.30	353.85	0.35	0.42	0.45	0.49	20.84	17.52	16.10	15.00	7.04	1.47	无

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理 注：山东黄金、银泰黄金、中金黄金为 iFinD 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2131	1825	1100	1528	3075	营业收入	4558	3783	7169	9016	10158
应收款项	623	408	786	988	1113	营业成本	3153	2524	4928	5800	6236
存货净额	772	1412	1993	2355	2529	营业税金及附加	143	158	287	361	406
其他流动资产	49	96	143	180	203	销售费用	15	1	4	5	5
流动资产合计	3577	3758	4040	5069	6938	管理费用	326	235	261	298	321
固定资产	2588	2875	4438	5451	5928	研发费用	74	25	43	54	61
无形资产及其他	757	1181	1063	945	827	财务费用	(86)	(87)	(2)	1	(14)
投资性房地产	294	238	238	238	238	投资收益	92	14	15	15	15
长期股权投资	0	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(3)	190	30	30	30
资产总计	7216	8054	9781	11704	13933	其他收入	(80)	(409)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	428	214	400	300	200	营业利润	1016	747	1694	2542	3187
应付款项	247	440	664	785	843	营业外净收支	(9)	24	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	415	688	750	887	954	利润总额	1006	771	1674	2522	3167
流动负债合计	1090	1342	1814	1972	1997	所得税费用	183	157	335	504	633
长期借款及应付债券	26	0	0	0	0	少数股东损益	40	31	68	103	129
其他长期负债	1657	1711	1761	1811	1861	归属于母公司净利润	784	583	1271	1915	2404
长期负债合计	1683	1711	1761	1811	1861	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2773	3053	3575	3783	3858	净利润	784	583	1271	1915	2404
少数股东权益	355	381	442	530	639	资产减值准备	(11)	174	103	87	63
股东权益	4088	4620	5764	7391	9435	折旧摊销	634	773	482	549	607
负债和股东权益总计	7216	8054	9781	11704	13933	公允价值变动损失	3	(190)	(30)	(30)	(30)
						财务费用	(86)	(87)	(2)	1	(14)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1007	278	(568)	(206)	(84)
每股收益	0.47	0.35	0.76	1.15	1.44	其它	47	(144)	(41)	0	46
每股红利	0.04	0.01	0.08	0.17	0.22	经营活动现金流	2465	1475	1216	2315	3007
每股净资产	2.46	2.78	3.46	4.44	5.67	资本开支	0	(1051)	(2000)	(1500)	(1000)
ROIC	18%	21%	25%	32%	35%	其它投资现金流	(2)	(16)	0	0	0
ROE	19%	13%	22%	26%	25%	投资活动现金流	(2)	(1069)	(2000)	(1500)	(1000)
毛利率	31%	33%	31%	36%	39%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	22%	23%	28%	31%	负债净变化	(12)	(26)	0	0	0
EBITDA Margin	32%	43%	30%	34%	37%	支付股利、利息	(67)	(12)	(127)	(287)	(361)
收入增长	-25%	-17%	90%	26%	13%	其它融资现金流	(709)	(637)	186	(100)	(100)
净利润增长率	317%	-26%	118%	51%	26%	融资活动现金流	(863)	(712)	59	(387)	(461)
资产负债率	43%	43%	41%	37%	32%	现金净变动	1600	(307)	(725)	428	1547
股息率	0.2%	0.0%	0.4%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	531	2131	1825	1100	1528
P/E	40.5	54.5	25.0	16.6	13.2	货币资金的期末余额	2131	1825	1100	1528	3075
P/B	7.8	6.9	5.5	4.3	3.4	企业自由现金流	0	669	(769)	841	2026
EV/EBITDA	23.3	21.6	16.6	11.7	9.5	权益自由现金流	0	6	(581)	740	1937

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032