

赤峰黄金（600988.SH）——2023 年中报点评

落实降本增效，二季度业绩改善

买入

核心观点

落实降本增效，二季度业绩大幅改善。上半年，公司全面开展降本工作，各项建设项目有序推进，完成黄金产量 6.88 吨，同比增长 6.94%；黄金单位全维持成本 267.01 元/克，同比下降 4.89%；实现营业总收入 33.72 亿元，同比增长 10.68%；归属于上市公司股东的净利润 3.12 亿元，同比下降 24.08%。二季度单季，完成黄金产量 3.59 吨，环比一季度增长 9.21%；单位销售成本 273.18 元/克，环比下降 5.21%；实现实现营业收入 17.85 亿元，环比增长 12.49%；归属于上市公司股东的净利润 2.37 亿元，环比增长 214.51%。

战略重心转移，降本控费效果明显。过往，公司相对更重视资源保障、黄金增量，制定了产量连年翻倍目标。但去年成本波动对业绩造成较大扰动，因此公司在坚定大型黄金矿业公司发展路线的基础上，2023 年重点关注降本控费。万象矿业开展多项技术创新，并进行管理升级、供应量改革；金星矿业纠正了运营管理方面的失误，确定了 50 多项降本举措。上半年公司国内矿山、万象矿业、金星瓦萨的全维持成本（剔除汇率影响）较去年同期分别下降 16.31%、10.15%、3.54%。

挖掘现有资源，保障产能扩张。公司万象矿业 Discovery 采区地下开采项目 7 月已进入正式商业运营，回收率有明显改善；并发掘多个资源增长项目，预计年末更新资源量报告。金星瓦萨积极开拓 242 和 B-Shoot 南延区两个新的井下采区，计划年内开始南延区第一个采场的生产。国内吉隆矿业新增 18 万吨采选能力扩建项目预计 2024 年 3 月可进行试生产；万象项目 3000 吨/日选厂处理规模逐步提升。

持续开展项目投资，丰富黄金布局。公司先后通过认购增发股份、竞标摘牌、二级市场增持等方式投资澳大利亚上市公司铁拓矿业，截至报告期末持有其已发行股份的 13.05%，为第一大股东。铁拓矿业的主要资产是阿布贾（Abujar）金矿，该项目位于西非科特迪瓦，已于 2023 年 7 月正式商业运营，上半年产出黄金 781 公斤，预计下半年可产金 3.26-3.3 吨。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；生产成本大幅上涨；资产减值超预期。

投资建议：公司坚定国际化发展步伐，黄金产量持续增长，且生产成本存在下降空间。目前金价景气运行，我们维持原业绩预测，预计公司 2023-2025 年收入 68.6/76.9/84.1 亿元；归属母公司净利润 7.9/10.0/12.0 亿元，年增速分别为 75.2%/26.1%/20.1%；摊薄 EPS 为 0.47/0.60/0.72 元，当前股价对应 PE 为 31.0/24.6/20.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,783	6,267	6,856	7,685	8,411
(+/-%)	-17.0%	65.7%	9.4%	12.1%	9.5%
净利润(百万元)	583	451	790	997	1197
(+/-%)	-25.7%	-22.6%	75.2%	26.1%	20.1%
每股收益(元)	0.35	0.27	0.47	0.60	0.72
EBIT Margin	22.2%	15.6%	23.9%	26.4%	28.5%
净资产收益率(ROE)	12.6%	8.7%	13.4%	14.8%	15.4%
市盈率(PE)	42.0	54.3	31.0	24.6	20.5
EV/EBITDA	17.1	14.9	13.3	11.5	10.1
市净率(PB)	5.30	4.72	4.15	3.63	3.16

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：刘孟尧

010-88005312

liumengyao@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：冯思宇

010-88005314

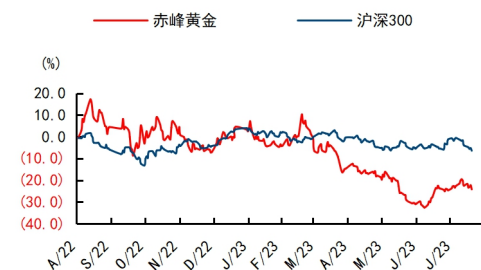
fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.72 元
总市值/流通市值	24493/24493 百万元
52 周最高价/最低价	23.30/12.88 元
近 3 个月日均成交额	388.44 百万元

市场走势

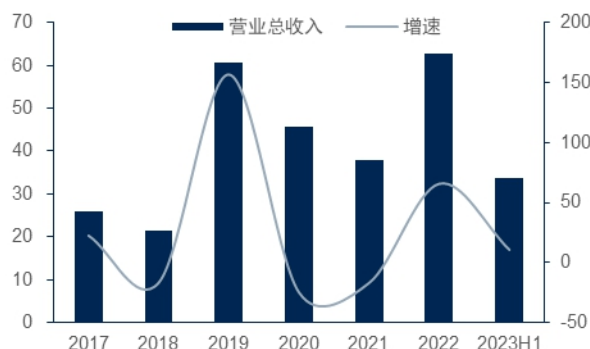


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

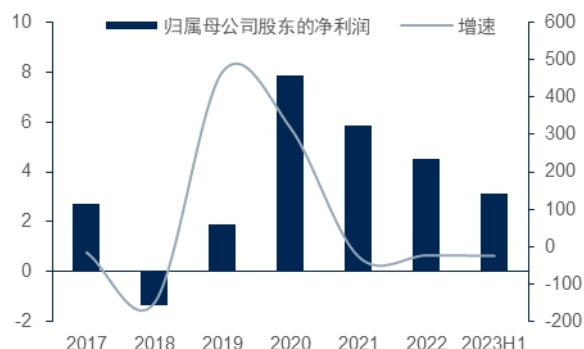
相关研究报告

《赤峰黄金（600988.SH）-2022 年年报点评：重心转向成本管控，国际化发展路线清晰》——2023-03-31
 《赤峰黄金（600988.SH）-2022 年三季报点评：短期扰动不改长期发展趋势》——2022-10-31
 《赤峰黄金（600988.SH）-2022 年中报点评：增量降本，业绩稳步提升》——2022-08-10
 《赤峰黄金（600988.SH）-聚焦黄金主业，高速增长可期》——2022-05-09

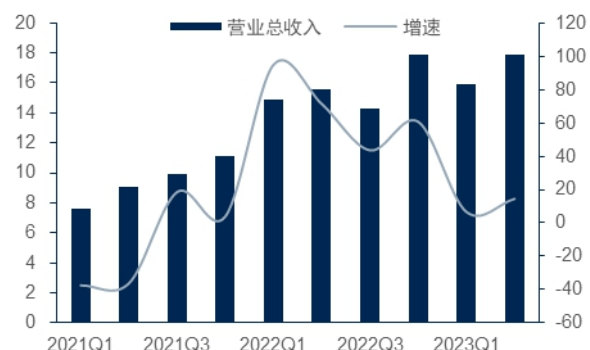
落实降本增效，二季度业绩大幅改善。上半年，公司全面开展降本工作，各项建设项目有序推进，完成黄金产量 6.88 吨，同比增长 6.94%；黄金单位全维持成本 267.01 元/克，同比下降 4.89%；实现营业总收入 33.72 亿元，同比增长 10.68%；归属于上市公司股东的净利润 3.12 亿元，同比下降 24.08%。二季度单季，完成黄金产量 3.59 吨，环比一季度增长 9.21%；单位销售成本 273.18 元/克，环比下降 5.21%；实现实现营业收入 17.85 亿元，环比增长 12.49%；归属于上市公司股东的净利润 2.37 亿元，环比增长 214.51%。

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

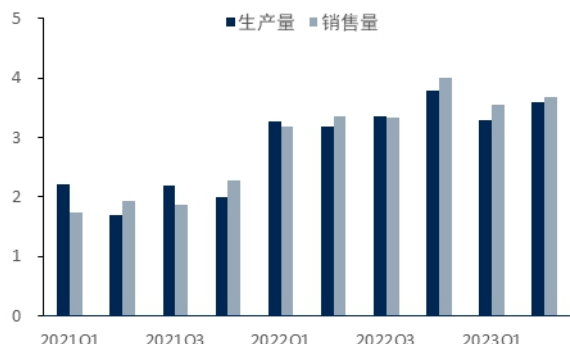
图3：公司单季营业收入（亿元，%）


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，%）

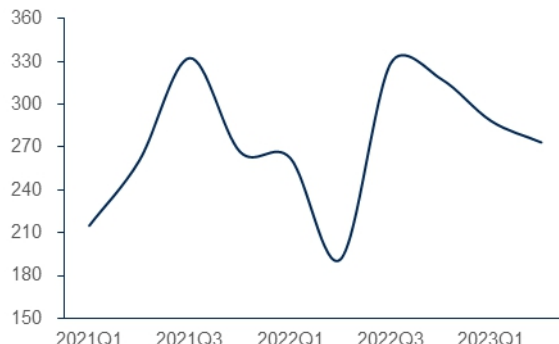

资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司矿产金单季产销量 (吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司矿产金单季单位销售成本 (元/克)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

战略重心转移, 降本控费效果明显。过往, 公司相对更重视资源保障、黄金增量, 制定了产量连年翻倍目标。但去年成本波动对业绩造成较大扰动, 因此公司在坚定大型黄金矿业公司发展路线的基础上, 2023 年重点关注降本控费。万象矿业开展多项技术创新, 并进行管理升级、供应量改革; 金星矿业纠正了运营管理方面的失误, 确定了 50 多项降本举措。上半年公司国内矿山、万象矿业、金星瓦萨的全维持成本 (剔除汇率影响) 较去年同期分别下降 16.31%、10.15%、3.54%。

挖掘现有资源, 保障产能扩张。公司万象矿业 Discovery 采区地下开采项目 7 月已进入正式商业运营, 回收率有明显改善; 并发掘多个资源增长项目, 预计年末更新资源量报告。金星瓦萨积极开拓 242 和 B-Shoot 南延区两个新的井下采区, 计划年内开始南延区第一个采场的生产。国内吉隆矿业新增 18 万吨采选能力扩建项目预计 2024 年 3 月可进行试生产; 万象项目 3000 吨/日选厂处理规模逐步提升。

持续开展项目投资, 丰富黄金布局。公司先后通过认购增发股份、竞标摘牌、二级市场增持等方式投资澳大利亚上市公司铁拓矿业, 截至报告期末持有其已发行股份的 13.05%, 为第一大股东。铁拓矿业的主要资产是阿布贾 (Abujar) 金矿, 该项目位于西非科特迪瓦, 已于 2023 年 7 月正式商业运营, 上半年产出黄金 781 公斤, 预计下半年可产金 3.26-3.3 吨。

投资建议: 公司坚定国际化发展步伐, 黄金产量持续增长, 且生产成本存在下降空间。目前金价景气运行, 我们维持原业绩预测, 预计公司 2023-2025 年收入 68.6/76.9/84.1 亿元, 同比增长 9.4%/12.1%/9.5%; 归属母公司净利润 7.9/10.0/12.0 亿元, 年增速分别为 75.2%/26.1%/20.1%; 摊薄 EPS 为 0.47/0.60/0.72 元, 当前股价对应 PE 为 31.0/24.6/20.5x, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PB (LF)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600988.SH	赤峰黄金	14.72	244.93	0.27	0.47	0.60	0.72	54.29	30.99	24.58	20.47	9.20	4.35	买入
600547.SH	山东黄金	23.83	979.22	0.28	0.61	0.73	1.06	85.11	39.07	32.64	22.48	4.01	4.65	买入
000975.SZ	银泰黄金	13.05	362.36	0.41	0.58	0.71	0.85	32.22	22.53	18.27	15.38	10.52	3.33	无评级

资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理 注: 银泰黄金为 iFind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1825	1285	1849	2535	3809	营业收入	3783	6267	6856	7685	8411
应收款项	408	422	470	526	576	营业成本	2524	4472	4438	4819	5124
存货净额	1412	2165	2225	2420	2575	营业税金及附加	158	284	309	346	379
其他流动资产	96	147	158	177	193	销售费用	1	1	3	4	4
流动资产合计	3758	4109	4792	5749	7245	管理费用	235	502	430	446	461
固定资产	2875	5862	6699	7474	7698	研发费用	25	28	34	38	42
无形资产及其他	1181	6733	6440	6148	5855	财务费用	(87)	137	102	94	80
投资性房地产	238	482	482	482	482	投资收益	14	62	30	30	30
长期股权投资	2	358	358	358	358	资产减值及公允价值变动	(190)	(30)	(30)	(30)	(30)
资产总计	8054	17544	18771	20210	21638	其他收入	(4)	(22)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	214	874	800	800	600	营业利润	747	852	1540	1937	2321
应付款项	440	851	779	847	901	营业外净收支	24	(30)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	688	1555	1471	1601	1705	利润总额	771	822	1520	1917	2301
流动负债合计	1342	3280	3049	3248	3207	所得税费用	157	328	456	575	690
长期借款及应付债券	0	1514	1514	1514	1514	少数股东损益	31	43	274	345	414
其他长期负债	1711	5342	5842	5942	6042	归属于母公司净利润	583	451	790	997	1197
长期负债合计	1711	6856	7356	7456	7556	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3053	10136	10406	10704	10763	净利润	583	451	790	997	1197
少数股东权益	381	2221	2467	2760	3112	资产减值准备	174	(150)	8	7	3
股东权益	4620	5188	5899	6746	7763	折旧摊销	773	1345	978	1041	1095
负债和股东权益总计	8054	17544	18771	20210	21638	公允价值变动损失	(190)	(30)	(30)	(30)	(30)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(87)	137	102	94	80
每股收益	0.35	0.27	0.47	0.60	0.72	营运资本变动	278	3698	232	35	40
每股红利	0.01	0.10	0.05	0.09	0.11	其它	(144)	176	239	287	349
每股净资产	2.78	3.12	3.55	4.05	4.67	经营活动现金流	1475	5490	2216	2335	2654
ROIC	21%	12%	14%	16%	19%	资本开支	0	(3576)	(1500)	(1500)	(1000)
ROE	13%	9%	13%	15%	15%	其它投资现金流	(16)	(73)	0	0	0
毛利率	33%	29%	35%	37%	39%	投资活动现金流	(18)	(4005)	(1500)	(1500)	(1000)
EBIT Margin	22%	16%	24%	26%	29%	权益性融资	(2)	29	0	0	0
EBITDA Margin	43%	37%	38%	40%	42%	负债净变化	(26)	1514	0	0	0
收入增长	-17%	66%	9%	12%	9%	支付股利、利息	(12)	(172)	(79)	(149)	(179)
净利润增长率	-26%	-23%	75%	26%	20%	其它融资现金流	(1686)	(4738)	(74)	0	(200)
资产负债率	43%	70%	69%	67%	64%	融资活动现金流	(1764)	(2025)	(153)	(149)	(379)
股息率	0.0%	0.7%	0.3%	0.6%	0.7%	现金净变动	(307)	(540)	564	686	1275
P/E	42.0	54.3	31.0	24.6	20.5	货币资金的期初余额	2131	1825	1285	1849	2535
P/B	5.3	4.7	4.2	3.6	3.2	货币资金的期末余额	1825	1285	1849	2535	3809
EV/EBITDA	17.1	14.9	13.3	11.5	10.1	企业自由现金流	0	2056	859	997	1816
						权益自由现金流	0	(1168)	714	931	1560

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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