

2023 年 08 月 23 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 矿产金降本增效，Q2 成本环比下滑

—赤峰黄金（600988.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

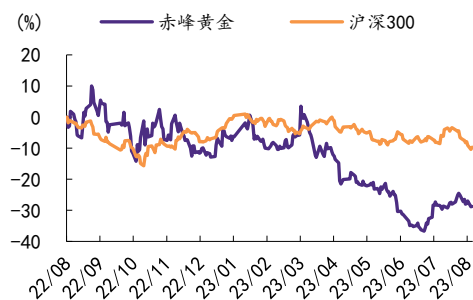
dufei2@cfsc.com.cn

## 基本数据

2023-08-22

当前股价（元）	15.11
总市值（亿元）	251
总股本（百万股）	1664
流通股本（百万股）	1664
52 周价格范围（元）	13.09-22.75
日均成交额（百万元）	601.6

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

赤峰黄金发布公告：2023 年上半年营业总收入 33.72 亿元，同比增长 10.68%；归母净利润 3.12 亿元，同比下滑 24.08%；扣除非经常性损益的归母净利润为 3.72 亿元，同比下滑 9.39%。

## 投资要点

### 2023H1 矿产金产销量同比提升

2023Q2 矿产金产量、销量同比分别增长 13.23% 和 10.06%。矿产金板块，公司 2023H1 实现产量 6.9 吨，同比 +6.94%。实现销量 7.2 吨，同比 +10.64%。其中 Q2 矿产金产量 3.6 吨，同比 +13.23%，环比 +9.27%；销量为 3.7 吨，同比 +10.06%，环比 +3.92%。

电解铜板块，公司 2023H1 实现产量 3011.27 吨，同比 -18.43%。实现销量 2740.54 吨，同比 -28.45%。其中 Q2 电解铜产量 1902.72 吨，同比 +23.90%，环比 +71.64%；销量为 1651.22 吨，同比 +9.10%，环比 +51.58%。

### 降本增效有成效，Q2 各项成本环比下滑

成本方面，2023H1 公司降本增效明显，各地区矿产金全维持成本同比下降。据公司公告，国内矿山 2023H1 矿产金全维持成本为 211.51 元/克，同比下降 16.31%；万象矿业全维持成本为 1331.78 美元/盎司，同比下降 10.15%；金星瓦萨全维持成本为 1164.59 美元/盎司，同比下降 3.54%。

整体矿产金来看，环比成本改善显著。2023H1 销售成本为 280.54 元/克，同比上升 54.59 元/克；2023H1 现金成本为 214.99 元/克，同比上升 0.15 元/克；2023H1 全维持成本为 267.01 元/克，同比下降 13.72 元/克。

经计算，2023Q2 销售成本为 273.17 元/克，同比下降 15.03 元/克；2023Q2 现金成本为 213.59 元/克，同比下降 2.86 元/克；2023Q2 全维持成本为 266.49 元/克，同比下降 1.06 元/克。

### 国内矿业探矿成果显著，在建工程临近投产

截止至 2023 年中报，公司境内黄金矿业子公司共拥有 9 宗采矿权和 14 宗探矿权，资源优势明显。

公司在 2023 年上半年积极推进技改工程和探矿工程，硕果颇丰。吉隆矿业在探矿权 5 号矿段内发现两条成矿带，初

步估算新增金资源量约 900 公斤；五龙矿业逐步实施井下技改工程，自 9 月起处理矿石量预计可达 1800-2000 吨，另经坑探、钻探工程，估算新增地质资源量约 800 公斤。

**在建工程稳步推进：**吉隆矿业新增 18 万吨金矿石采选能力扩建项目主厂房建设预计于 2023 年 10 月完工并完成设备安装，2024 年 3 月可进行试生产；五龙矿业 3000 吨/日采选能力选厂已稳定运行，2023 年上半年日均处理规模已由原 1200 吨提升至 1500 吨以上。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，截至报告期末，总体工程完成度 80%以上，预计 9 月可喷淋投产；瀚丰矿业预计 2024 年 6 月开始生产。

## ■ 海外矿产能发力，投资项目新投产

**海外建设顺利推进，重点投资项目投产有望迎来权益业绩新增长点。**公司的境外子公司万象矿业 Discovery 采区地下开采项目 7 月份已进入正式商业运营，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；金星瓦萨在主采区稳定生产的同时，开拓 242 和 B-Shoot 南延区两个新的井下采区，7 月初已开始在 242 斜坡道掘进施工并采出副产矿石；B-Shoot 于 8 月初开始南斜坡道的掘进工作，计划年内开始南延区第一个采场的生产。

公司全资子公司赤金香港为铁拓矿业第一大股东，其主要资产阿布贾金矿已于今年 7 月正式商业运营，预计 2023 年下半年产黄金 3.26 吨-3.3 吨，全维持成本约 875-975 美元/盎司。

## ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 71.52、75.82、84.42 亿元，归母净利润分别为 8.74、10.59、13.76 亿元，当前股价对应 PE 分别为 28.8、23.7、18.3 倍。

本次盈利预测较前次预测有所下调，主要因为上半年公司矿产金销售成本同比大幅上行，对公司净利润造成负面影响。

而公司上半年也在万象矿业和金星瓦萨项目进行了诸多降本措施，Q2 销售成本环比下降已现成效。我们仍看好公司后续持续降本增效以及后市黄金价格上涨，公司业绩仍有较大释放空间。因此维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

1) 黄金价格大幅下跌；2) 产能建设进度不及预期；3) 美国加息超预期；4) 美国经济持续好于预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	6,267	7,152	7,582	8,442

增长率 (%)	65.7%	14.1%	6.0%	11.3%
归母净利润 (百万元)	451	874	1,059	1,376
增长率 (%)	-22.6%	93.7%	21.2%	30.0%
摊薄每股收益 (元)	0.27	0.53	0.64	0.83
ROE (%)	6.1%	10.8%	11.9%	13.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>6,267</b>	<b>7,152</b>	<b>7,582</b>	<b>8,442</b>
现金及现金等价物	1,285	3,969	5,713	7,580	营业成本	4,472	4,641	4,761	5,121
应收款	422	874	719	569	营业税金及附加	284	322	341	380
存货	2,165	2,402	2,470	2,663	销售费用	1	11	11	13
其他流动资产	237	258	268	288	管理费用	502	644	569	549
流动资产合计	4,109	7,503	9,170	11,100	财务费用	137	63	20	-26
<b>非流动资产：</b>					研发费用	28	57	61	68
金融类资产	91	91	91	91	费用合计	668	774	661	603
固定资产	5,185	5,245	5,058	4,786	资产减值损失	-42	-65	-75	-80
在建工程	677	271	108	43	公允价值变动	-12	5	5	5
无形资产	6,733	6,396	6,060	5,740	投资收益	62	6	6	6
长期股权投资	358	358	358	358	<b>营业利润</b>	<b>852</b>	<b>1,365</b>	<b>1,759</b>	<b>2,273</b>
其他非流动资产	482	482	482	482	加：营业外收入	8	9	10	12
非流动资产合计	13,435	12,753	12,066	11,409	减：营业外支出	38	50	50	50
资产总计	17,544	20,256	21,236	22,509	<b>利润总额</b>	<b>822</b>	<b>1,324</b>	<b>1,719</b>	<b>2,234</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	328	331	516	670
短期借款	488	838	888	938	<b>净利润</b>	<b>494</b>	<b>993</b>	<b>1,203</b>	<b>1,564</b>
应付账款、票据	851	945	971	1,047	少数股东损益	43	119	144	188
其他流动负债	1,878	1,878	1,878	1,878	<b>归母净利润</b>	<b>451</b>	<b>874</b>	<b>1,059</b>	<b>1,376</b>
流动负债合计	3,280	3,732	3,813	3,947					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	1,514	3,114	3,214	3,314	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	5,342	5,342	5,342	5,342	营业收入增长率	65.7%	14.1%	6.0%	11.3%
非流动负债合计	6,856	8,456	8,556	8,656	归母净利润增长率	-22.6%	93.7%	21.2%	30.0%
负债合计	10,136	12,188	12,369	12,603	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	28.6%	35.1%	37.2%	39.3%
股本	1,664	1,664	1,664	1,664	四项费用/营收	10.7%	10.8%	8.7%	7.1%
股东权益	7,408	8,068	8,867	9,906	净利率	7.9%	13.9%	15.9%	18.5%
负债和所有者权益	17,544	20,256	21,236	22,509	ROE	6.1%	10.8%	11.9%	13.9%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	57.8%	60.2%	58.2%	56.0%
净利润	494	993	1203	1564	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	43	119	144	188	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
折旧摊销	1345	682	670	640	应收账款周转率	14.8	8.2	10.5	14.8
公允价值变动	-12	5	5	5	存货周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
营运资金变动	-780	-608	108	21	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	1090	1192	2131	2418	EPS	0.27	0.53	0.64	0.83
投资活动现金净流量	-3984	346	350	337	P/E	55.7	28.8	23.7	18.3
筹资活动现金净流量	5578	1617	-254	-375	P/S	4.0	3.5	3.3	3.0
现金流量净额	2,684	3,154	2,226	2,380	P/B	4.8	4.4	3.9	3.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 新材料组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**杜飞：**碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

## ■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。