

Q3 业绩环比下滑，海外矿山生产不及预期

2023 年 10 月 31 日

► **事件：公司发布 2023 年三季报。**2023 年 Q1-Q3 公司实现营收 50.62 亿元，同比+13.10%，归母净利润 5.20 亿元，同比+31.24%，扣非归母净利润 5.63 亿元，同比+33.49%；Q3 单季度实现营收 16.91 亿元，同比+18.25%，环比-5.29%，实现归母净利润 2.08 亿元，同比+1507.89%，环比-12.17%，扣非归母净利润 1.91 亿元，同比+1580.00%，环比-20.55%。

► **国内矿山成本下降，海外矿山生产受天气扰动。**Q1-Q3 公司生产矿产金 10.23 吨，同比+4.59%，销售 10.43 吨，同比+5.90%，Q3 单季度黄金产量为 3.35 吨，环比-6.69%。Q1-Q3 公司矿产金整体销售成本/现金成本/全维持成本分别为 286.37/216.86/276.98 元/克，同比分别变动（剔除汇率波动）+8.0%/-19.5%/-23.5%。分矿山来看，国内矿山/海外万象矿业/金星矿业全维持成本分别为 211.71 元/克、1385.06 美元/盎司、1213.92 美元/盎司，但相较于 H1 的 211.51 元/克、1331.78 美元/盎司、1164.59 美元/盎司，国内矿山成本稳步下降，海外万象矿业和金星矿业的成本有所上升。Q3 海外矿山产量下降和成本上升的原因在于 7-8 月境外矿山雨季遭遇大规模降雨而产生洪水灾害，对采矿产生影响，采选品位、黄金产量略低于计划，但目前洪水影响已经消除。

► **Q3 毛利率环比下滑，财务费用上升，管理费用下降。**前三季度毛利率为 30.77%，同比-1.64pct，Q3 单季度毛利率为 28.60%，同比+16.52pct，环比-5.96pct。Q3 国际市场 comex 黄金价格环比-2.62%，国内现货黄金价格环比+2.62%，毛利率环比下降主要由于海外矿山单位生产成本上升和国际金价下行。Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用分别 0.05/3.55/0.25/1.26 亿元，同比分别变化-16.33%/-3.20%/+18.97%/+65.91%，Q3 单季度销售/管理/研发/财务费用分别为 0.02/0.90/0.14/0.44 亿元，环比+12.45%/-39.80%/+84.84%/+183.33%。Q1-Q3 公司财务费用有所上升，Q3 管理费用环比下降，截至三季度末公司资产负债率为 57.17%，相较于去年同期+8.59pct。

► **项目建设稳定推进，聚焦黄金的成长型企业。**公司通过矿山扩产和项目投资不断扩充产量：1) 万象矿业 Discovery 矿区地下矿 7 月份已进入正式开采；2) 金星瓦萨不断开拓新采矿区。3) 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于 2023 年 10 月完工；4) 五龙矿业 3000 吨/日采选能力厂稳步运行；5) 瀚丰矿业立山铅锌矿区千米竖井工程于年内可完成竖井设施装配，预计 2024 年 6 月正式投产；6) 锦泰矿业溪灯坪金矿正式启动项目建设。

► **盈利预测与投资建议：**预计 2023-2025 年归母净利润分别为 7.27/12.13/14.75 亿，对应于 10 月 30 日收盘价的 PE 分别为 34/20/17 倍，公司黄金业务具有成长性，短期经营扰动不改长期发展，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**金价波动风险，安全生产与环保风险，境外投资国别风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,267	7,334	8,411	9,411
增长率 (%)	65.7	17.0	14.7	11.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	451	727	1,213	1,475
增长率 (%)	-22.6	61.2	66.7	21.7
每股收益 (元)	0.27	0.44	0.73	0.89
PE	54	34	20	17
PB	4.7	4.1	3.4	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.70 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

- 1.赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年中报点评：Q2 业绩环比大幅增长，降本成效渐显-2023/08/21
- 2.赤峰黄金 (600988.SH) 2022 年年报点评：增收不增利，继续期待成本优化-2023/04/07
- 3.赤峰黄金 (600988.SH) 事件点评：稀土勘探成果丰硕，打造第二增长极-2022/08/17
- 4.赤峰黄金 (600988.SH) 2022 年半年报点评：降本增效成果显著，勘探增产未来可期-2022/08/11
- 5.赤峰黄金 (600988.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩低于预期，风物长宜放眼量-2022/05/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,267	7,334	8,411	9,411
营业成本	4,472	5,111	5,239	5,689
营业税金及附加	284	296	350	393
销售费用	1	5	3	4
管理费用	502	566	652	732
研发费用	28	50	50	56
EBIT	942	1,314	2,123	2,544
财务费用	137	180	183	178
资产减值损失	-42	0	0	0
投资收益	62	67	71	84
营业利润	852	1,201	2,010	2,449
营业外收支	-30	0	0	0
利润总额	822	1,201	2,010	2,449
所得税	328	420	703	857
净利润	494	781	1,306	1,592
归属于母公司净利润	451	727	1,213	1,475
EBITDA	2,318	2,895	3,828	4,371

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,285	916	1,544	2,479
应收账款及票据	369	393	453	509
预付款项	100	97	96	104
存货	2,165	2,451	2,515	2,740
其他流动资产	191	138	138	138
流动资产合计	4,109	3,996	4,746	5,970
长期股权投资	358	358	358	358
固定资产	5,185	5,871	6,418	6,832
无形资产	6,733	6,733	6,733	6,733
非流动资产合计	13,435	14,151	14,796	15,328
资产合计	17,544	18,147	19,542	21,298
短期借款	488	488	488	488
应付账款及票据	851	817	838	913
其他流动负债	1,940	1,801	1,868	1,958
流动负债合计	3,280	3,107	3,195	3,359
长期借款	1,514	1,514	1,514	1,514
其他长期负债	5,342	5,337	5,337	5,337
非流动负债合计	6,856	6,851	6,851	6,851
负债合计	10,136	9,958	10,046	10,210
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
少数股东权益	2,221	2,274	2,368	2,484
股东权益合计	7,408	8,189	9,496	11,088
负债和股东权益合计	17,544	18,147	19,542	21,298

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	65.67	17.03	14.68	11.89
EBIT 增长率	45.56	39.41	61.63	19.83
净利润增长率	-22.57	61.24	66.73	21.66
盈利能力 (%)				
毛利率	28.64	30.73	38.31	40.14
净利率	7.20	10.28	14.87	16.12
总资产收益率 ROA	2.57	4.01	6.21	6.93
净资产收益率 ROE	8.70	12.30	17.01	17.15
偿债能力				
流动比率	1.25	1.29	1.49	1.78
速动比率	0.54	0.44	0.64	0.90
现金比率	0.39	0.29	0.48	0.74
资产负债率 (%)	57.77	54.87	51.41	47.94
经营效率				
应收账款周转天数	21.19	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	174.27	180.00	180.00	180.00
总资产周转率	0.49	0.40	0.43	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.44	0.73	0.89
每股净资产	3.12	3.55	4.28	5.17
每股经营现金流	0.66	1.24	1.86	2.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	54	34	20	17
PB	4.7	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	11.16	8.94	6.76	5.92
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	494	781	1,306	1,592
折旧和摊销	1,375	1,582	1,705	1,826
营运资金变动	-924	-429	-33	-125
经营活动现金流	1,090	2,057	3,099	3,401
资本开支	-1,904	-2,297	-2,351	-2,360
投资	-2,324	0	0	0
投资活动现金流	-3,984	-2,230	-2,280	-2,276
股权募资	29	0	0	0
债务募资	2,233	-5	0	0
筹资活动现金流	2,225	-196	-190	-190
现金净流量	-655	-369	628	935

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026