

赤峰黄金 (600988.SH)

产量持续提升，成本稳步下降

买入

核心观点

降本增效，业绩再提升。2023年，受益金价上涨，公司实现营业总收入72.21亿元，同比增长15.23%；归属于上市公司股东的净利润8.04亿元，同比增长78.21%。四季度单季，量增价涨，成本下降，公司实现营业收入21.59亿元，环比上涨27.69%；归属于上市公司股东的净利润2.84亿元，环比上涨36.63%。

挖掘现有资源，产量小幅增长。2023年，公司完成矿产金14.35吨，同比增长5.79%。其中，国内黄金矿山产金3.32吨，同比增长43.1%；境外黄金矿山产金11.03吨，同比减少2.0%。五龙矿业井下开拓工程持续推进，采矿能力提升。锦泰矿业溪灯坪金矿14万吨/年采选建设工程项目2023年10月投入生产使用，所有生产流程全线拉通。万象矿业重要在建工程均按计划推进实施，一系列研究项目也将为选矿回收率提高奠定基础。金星瓦萨引进工程承包商，提高掘进工程效率，开拓242斜坡道和B-shoot南部斜坡道。2024年，公司预算合并范围内黄金产销量16.02吨。

战略重心转移，降本控费效果明显。2023年公司重点关注降本控费，通过集中化采购，改善工艺技术、引入第三方承包商、人员优化等方式，在汇率波动以及金星瓦萨遭遇特大洪水灾害的不利影响下，实现全维持成本267.17元/克，同比下降12.0%；销售成本280.2元/克，同比增长1.1%。分区域来看，国内矿山销售成本为152.69元/克，同比下降17.2%，成本优势突出。万象矿业销售成本1489.89美元/盎司，同比下降2.5%；金星瓦萨销售成本1315.47美元/盎司，同比增长16.5%。分季度来看，销售成本趋于稳定，四季度单季降至264.4元/克。

管理费用下降，财务费用增加。2023年，公司深化组织变革，提高经营和管理效率，受益于集团咨询费、顾问费支出同比减少，管理费用下降8.2%至4.6亿。因有息负债增加，美元借款利率上升，公司利息支出增加，公司财务费用增加40.7%至1.9亿。

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。我们预计公司2024/25/26年收入92.4/101.1/110.4亿元，同比增长27.9%/9.5%/9.2%；归属母公司净利润14.4/17.6/20.5亿元，年增速分别为79.0%/22.2%/16.8%；摊薄EPS为0.86/1.06/1.23元，当前股价对应PE为18.9/15.5/13.2x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,267	7,221	9,238	10,112	11,042
(+/-%)	65.7%	15.2%	27.9%	9.5%	9.2%
归母净利润(百万元)	451	804	1439	1759	2054
(+/-%)	-22.6%	78.2%	79.0%	22.2%	16.8%
每股收益(元)	0.27	0.48	0.86	1.06	1.23
EBIT Margin	15.6%	20.1%	29.1%	31.8%	33.5%
净资产收益率(ROE)	8.7%	13.1%	19.7%	20.2%	19.8%
市盈率(PE)	60.3	33.8	18.9	15.5	13.2
EV/EBITDA	16.1	12.8	9.3	8.1	7.3
市净率(PB)	5.24	4.42	3.73	3.12	2.63

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	合理估值	买入(维持)
收盘价	16.35元	
总市值/流通市值	27205/27205百万元	
52周最高价/最低价	19.20/11.23元	
近3个月日均成交额	449.40百万元	

市场走势



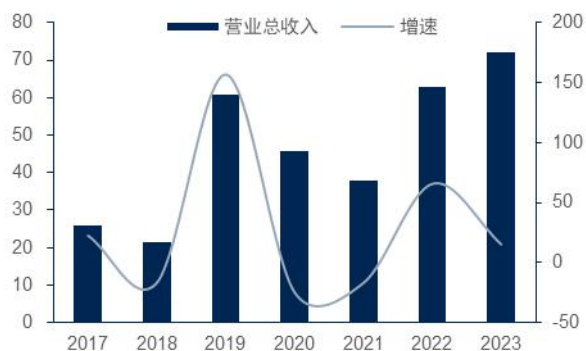
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《赤峰黄金(600988.SH)—2023年三季报点评-受恶劣天气影响，三季度业绩小幅下滑》——2023-10-30
- 《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》——2023-08-21
- 《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

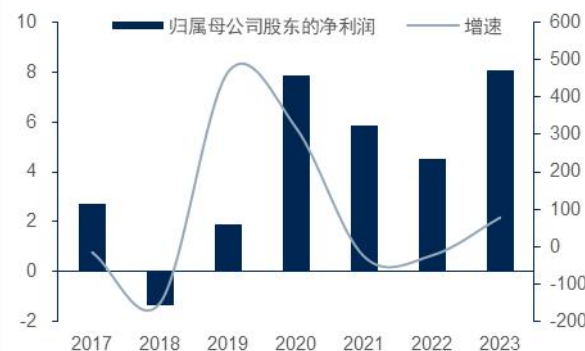
降本增效，业绩再提升。2023年，受益金价上涨，公司实现营业总收入72.21亿元，同比增长15.23%；归属于上市公司股东的净利润8.04亿元，同比增长78.21%。四季度单季，量增价涨，成本下降，公司实现营业收入21.59亿元，环比上涨27.69%；归属于上市公司股东的净利润2.84亿元，环比上涨36.63%。

图1: 公司营业收入情况 (亿元, %)



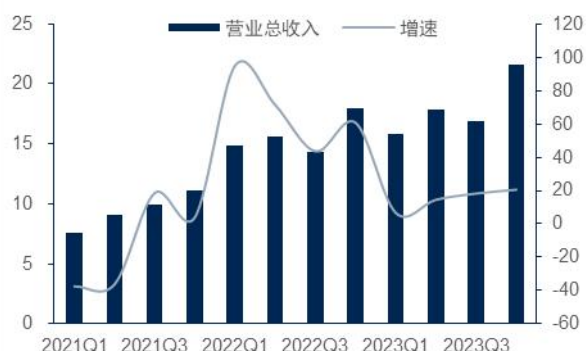
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润情况 (亿元, %)



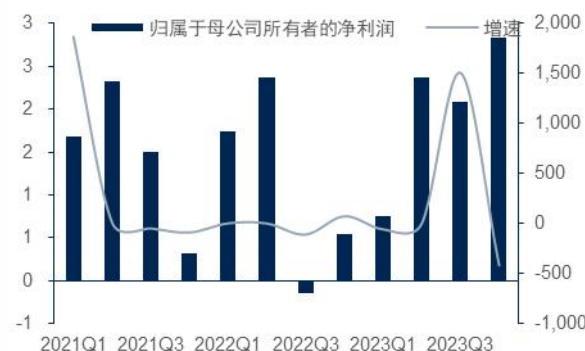
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

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, %)



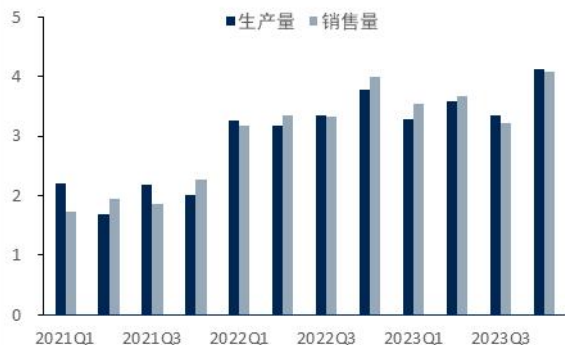
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

挖掘现有资源，产量小幅增长。2023年，公司完成矿产金14.35吨，同比增长5.79%。其中，国内黄金矿山产金3.32吨，同比增长43.1%；境外黄金矿山产金11.03吨，同比减少2.0%。五龙矿业井下开拓工程持续推进，采矿能力提升，选厂日均选矿量已提升至1800吨以上，逐步接近3000吨/天选厂需求。锦泰矿业溪灯坪金矿14万吨/年采选建设工程项目2023年10月投入生产使用，所有生产流程全线拉通。万象矿业重要在建工程均按计划推进实施，一系列研究项目也将为选矿回收率提高奠定基础。金星瓦萨引进工程承包商，提高掘进工程效率，开拓242斜坡道和B-shoot南部斜坡道，为2024年及瓦萨未来5年的井下出矿打开局面。2024年，公司预算合并范围内黄金产销量16.02吨，电解铜5300吨，铜铅锌精粉35800吨，钼精粉600吨，稀土氧化物3700吨。

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2022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，通过集中化采购，改善工艺技术、引入第三方承包商、人员优化等方式，在汇率波动以及

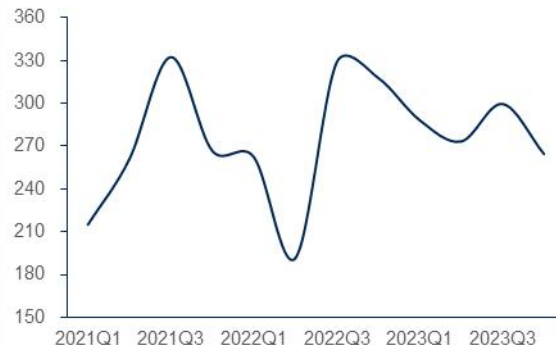
金星瓦萨遭遇特大洪水灾害的不利影响下，实现全维持成本 267.17 元/克，同比下降 12.0%；销售成本 280.2 元/克，同比增长 1.1%。分区域来看，国内矿山销售成本为 152.69 元/克，同比下降 17.2%，成本优势突出。万象矿业销售成本 1489.89 美元/盎司，同比下降 2.5%；金星瓦萨销售成本 1315.47 美元/盎司，同比增长 16.5%。分季度来看，销售成本趋于稳定，四季度单季降至 264.4 元/克。

图5：公司矿产金单季产销量（吨）



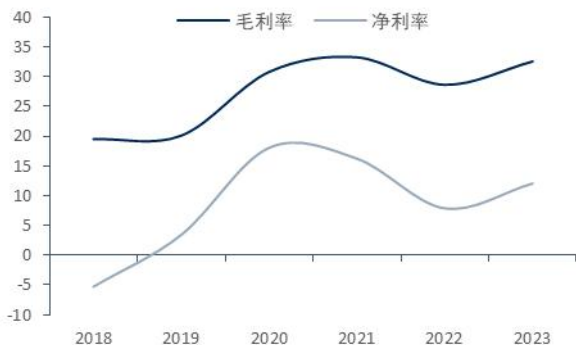
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司矿产金单季单位销售成本（元/克）



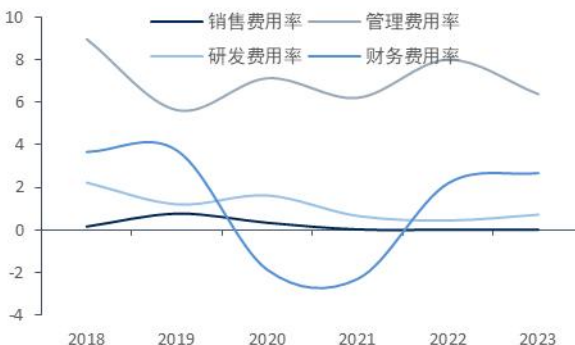
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率和净利率（%）



资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用率（%）



资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

管理费用下降，财务费用增加。2023年，公司深化组织变革，提高经营和管理效率，受益于集团咨询费、顾问费支出同比减少，管理费用下降 8.2%至 4.6 亿。因有息负债增加，美元借款利率上升，公司利息支出增加，公司财务费用增加 40.7%至 1.9 亿。

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。我们预计公司 2024/25/26 年收入 92.4/101.1/110.4 亿元，同比增长 27.9%/9.5%/9.2%；归属母公司净利润 14.4/17.6/20.5 亿元，年增速分别为 79.0%/22.2%/16.8%；摊薄 EPS 为 0.86/1.06/1.23 元，当前股价对应 PE 为 18.9/15.5/13.2x，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	16.35	272.05	0.27	0.48	0.86	1.06	60.31	33.84	18.91	15.47	9.20	4.42	买入
600547.SH	山东黄金	28.23	1,144.02	0.28	0.52	0.89	1.25	101.36	54.25	31.59	22.65	4.01	5.46	买入
000975.SZ	银泰黄金	18.09	502.31	0.40	0.51	0.65	0.79	44.67	35.27	27.94	22.95	10.52	4.34	买入
600489.SH	中金黄金	13.21	640.33	0.44	0.61	0.68	0.73	30.25	21.52	19.41	18.15	8.35	2.57	买入

资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1285	1662	2911	4453	6727	营业收入	6267	7221	9238	10112	11042
应收款项	422	609	759	831	908	营业成本	4472	4869	5580	5884	6292
存货净额	2165	2407	2856	3012	3234	营业税金及附加	284	389	499	546	596
其他流动资产	147	187	231	253	276	销售费用	1	1	1	1	1
流动资产合计	4109	4895	6787	8580	11175	管理费用	502	461	405	392	378
固定资产	5862	6414	7077	7674	7718	研发费用	28	52	65	71	77
无形资产及其他	6733	6525	5982	5438	4894	财务费用	137	193	183	161	130
投资性房地产	482	509	509	509	509	投资收益	62	14	15	15	15
长期股权投资	358	373	373	373	373	资产减值及公允价值变动	(30)	68	(30)	(30)	(30)
资产总计	17544	18718	20728	22574	24669	其他收入	(82)	6	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	874	1192	1100	1000	800	营业利润	852	1208	2491	3042	3552
应付款项	851	552	714	753	808	营业外净收支	(30)	(2)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	1555	1978	2030	2139	2295	利润总额	822	1206	2481	3032	3542
流动负债合计	3280	3722	3844	3892	3904	所得税费用	328	335	744	910	1063
长期借款及应付债券	1514	1422	1422	1422	1422	少数股东损益	43	67	298	364	425
其他长期负债	5342	5031	5531	5631	5731	归属于母公司净利润	451	804	1439	1759	2054
长期负债合计	6856	6453	6953	7053	7153	现金流量表 (百万元)					
负债合计	10136	10176	10797	10945	11057	净利润	451	804	1439	1759	2054
少数股东权益	2221	2390	2628	2919	3259	资产减值准备	(150)	(38)	1	0	0
股东权益	5188	6152	7303	8710	10353	折旧摊销	1345	1465	1411	1476	1530
负债和股东权益总计	17544	18718	20728	22574	24669	公允价值变动损失	(30)	68	(30)	(30)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	137	193	183	161	130
每股收益	0.27	0.48	0.86	1.06	1.23	营运资本变动	3698	(721)	70	(2)	(10)
每股红利	0.10	0.09	0.17	0.21	0.25	其它	176	93	238	291	340
每股净资产	3.12	3.70	4.39	5.23	6.22	经营活动现金流	5490	1670	3128	3494	3885
ROIC	12%	13%	20%	25%	30%	资本开支	0	(1326)	(1500)	(1500)	(1000)
ROE	9%	13%	20%	20%	20%	其它投资现金流	(73)	60	0	0	0
毛利率	29%	33%	40%	42%	43%	投资活动现金流	(429)	(1281)	(1500)	(1500)	(1000)
EBIT Margin	16%	20%	29%	32%	33%	权益性融资	13	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	40%	44%	46%	47%	负债净变化	1514	(92)	0	0	0
收入增长	66%	15%	28%	9%	9%	支付股利、利息	(172)	(146)	(288)	(352)	(411)
净利润增长率	-23%	78%	79%	22%	17%	其它融资现金流	(8298)	464	(92)	(100)	(200)
资产负债率	70%	67%	65%	61%	58%	融资活动现金流	(5601)	(12)	(379)	(452)	(611)
股息率	0.6%	0.5%	1.1%	1.3%	1.5%	现金净变动	(540)	377	1248	1543	2274
P/E	60.3	33.8	18.9	15.5	13.2	货币资金的期初余额	1825	1285	1662	2911	4453
P/B	5.2	4.4	3.7	3.1	2.6	货币资金的期末余额	1285	1662	2911	4453	6727
EV/EBITDA	16.1	12.8	9.3	8.1	7.3	企业自由现金流	0	464	1862	2227	3108
						权益自由现金流	0	836	1643	2015	2817

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