



赤峰黄金（600988.SH）：降本增效有效实施，矿金产出仍具高成长性

——赤峰黄金（600988）2023 年报点评

事件：公司发布 2023 年度报告。公司 2023 实现营业收入 72.2 亿元，同比增长 15.23%；实现归母净利润 8.04 亿元，同比增长 78.2%；基本每股收益+81.48%至 0.49 元。其中 2023Q4 公司营收及净利分别达到 21.59 亿元及 2.84 亿元，占全年比例分别为 29.9%及 35.3%。矿山框选能力提升、降本增效策略的有效实施叠加黄金价格中枢的持续攀升推动公司业绩规模放大。

公司是国内最专注黄金探采选的一体化矿业公司：公司是黄金行业探采选一体化矿山企业，主营业务为黄金及有色金属采选，主要产品为矿产金、电解铜及其他有色金属。23 年公司矿采选业占主营比例 94.42%，其中黄金及铜占公司营收比重各为 87.55%及 5.28%，此外有色资源综合回收占比 5.52%。考虑到公司境外 Sepon 金矿、Wassa 金矿以及境内吉隆和五龙矿业技改后矿金的产出释放，我们预计矿产金业务占公司主营比例进一步升至 96%以上，公司是矿采黄金业务一体化专注度最优的上市企业之一。

黄金业务毛利水平已进入优化期：尽管 Sepon 矿因 23Q3 特大洪水灾害而产出低于预期，但受益于国内矿山选矿能力提升，2023 公司矿产金产量+5.79%至 14.35 吨（国内矿产金+43.1%至 3.32 吨，境外矿产金-2%至 11.03 吨）。电解铜产量+0.81%至 0.65 万吨。同期矿产金单位全维持成本下降 12%至 267.17 元/克（其中境内矿山克金成本下降 -27.2%，Sepon-9.9%、Wassa-12.7%），推动公司黄金板块毛利率由 2022 年的 27.64%上升 8.05pct 至 35.69%。黄金业务毛利的优化源于境内外矿山降本增效策略的有效实施及 Sepon 选矿回收率的提高（2023 年提升至 66.5%），考虑到 Sepon 矿在 2024 年其尾矿再磨工艺、树脂选矿工艺仍在技术改造，预计其回收率有望升至 75%。此外，Wassa 矿掘进效率升级、五龙矿采选能力提升、吉隆矿选矿扩建项目的完成，我们预计公司黄金业务将受益于规模效应的提升而进入毛利持续优化阶段，至 2026 年毛利率或升至 50%以上。

公司进入矿产金稳定释放期：公司 20-23 年矿产金产量 CAGR 达到 46.2%（由 20 年 4.59 吨增至 23 年 14.35 吨），根据公司扩产规划，我们预计 2024-2026 年公司矿产金权益产量或分别达到 15.96 吨、17.42 吨及 20.26 吨，近 3 年 CAGR 达 12.7%。公司矿金产出增量源于境内选矿能力的提升及境外矿山产能的释放，公司国内五龙矿业四分矿 3000 吨/天技改项目持续推进（23H1 日选矿能力已达 1800 吨之上），吉隆矿业年 18 万吨选矿扩建项目土建及设备已安装完毕且尾矿库于 23M11 已开始施工，预计 24 年 6 月进入试达产；锦泰矿业年 14 万吨采选工程已于 23M10 建成试产，并将于 24 年贡献有效现金流。海外方面，Sepon 技改工程按计划实施，实施完成后年处理矿石量将达到 300 万吨，回收率升至 80%，公司权益矿金贡献量或至 7.02 吨/年；Wassa 掘进工程效率提高后有望提升井下出矿能力，年采选矿石能力将达到 330 万吨，项目完成后 Wassa 矿金产量或提升至 10 吨之上（权益产量贡献将达 5.2 吨）。

公司矿山资源仍有增储预期，矿权价值后期或显上行弹性：公司当前境内外共拥有 16 宗采矿权及 13 宗探矿权，公司在 2023 年加大采矿权内及探矿权区找矿力度，全年完成钻探工程 5.58 万米，完成坑探工程 4.8 万米，新增金矿

2024 年 4 月 2 日

推荐/维持

赤峰黄金

公司报告

公司简介：

公司主营业务为黄金、有色金属采选及资源综合利用业务，主要通过下属子公司开展，贯彻“以金为主”的发展战略。子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼；位于加纳的金星瓦萨主要从事金矿开采业务。

资料来源：公司公告、恒生聚源

未来 3-6 个月重大事项提示：

2024 年一季报预计于 2024-04-30 披露。

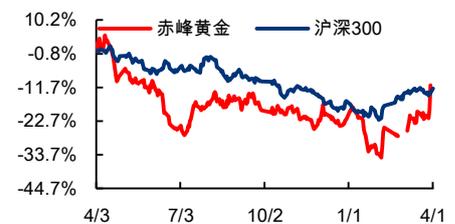
资料来源：公司公告、恒生聚源

交易数据

52 周股价区间（元）	19.26-11.76
总市值（亿元）	272.05
流通市值（亿元）	272.05
总股本/流通 A 股（万股）	166,391/166,391
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.09

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

石资源量 530 万吨。此外, 瀚丰矿业完成 4809 米钻探工作并新增矿石资源量 36.75 万吨, 新增钼金属量 7 万吨。鉴于 Speon 在年内钻探工程达 38838 米, 资源延伸钻探达 25593 米, 而 Wassa 亦有较大保有资源量且处于阿散蒂金矿带上的成矿有利地段, 预计后期均有较大增储可能, 从而提升公司核心矿权价值并优化公司估值水平。

公司成长性将受益于: 黄金类资产在海外通胀高基数及高地缘政治风险背景下仍将维持定价强势(历史上通胀高于 3% 的年份, 黄金平均年回报率约 14%), 全球流动性政策拐点的显现或推动黄金 ETF 配置规模的进一步增强, 从而带动金价波动重心维持于 2200 美元/盎司附近。考虑到公司具有的强成长优势(矿金产量预计由 23 年 14.35 吨增至 26 年 20.26 吨)。资源优势(国内高品位黄金矿床)与增储弹性(探矿增储预期), 公司将受益于黄金定价中枢的趋势性抬升。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 89.36 亿元、97.31 亿元、114.51 亿元; 归母净利润分别为 12.09 亿元、15.73 亿元和 20.56 亿元; EPS 分别为 0.69 元、0.91 元和 1.2 元, 对应 PE 分别为 24.91x、19.02x 和 14.39x, 维持“推荐”评级。

风险提示: 金属价格下滑及矿石品位下降, 项目投建进度不及预期, 矿山实际开工率受政策影响下滑风险, 资源国政治风险及汇率风险。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,266.79	7,220.95	8,935.81	9,730.45	11,451.03
增长率(%)	65.67%	15.23%	23.75%	8.89%	17.68%
归母净利润(百万元)	494.02	871.05	1,209.15	1,572.61	2,055.91
增长率(%)	-19.55%	76.32%	38.82%	30.06%	30.73%
净资产收益率(%)	8.70%	13.07%	14.98%	16.54%	18.10%
每股收益(元)	0.27	0.49	0.69	0.91	1.20
PE	64.00	35.27	24.91	19.02	14.39
PB	5.54	4.67	3.73	3.15	2.61

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	4109	4895	5246	7172	10182	营业收入	6267	7221	8936	9730	11451
货币资金	1285	1662	1787	3567	5998	营业成本	4472	4869	6015	6245	7179
应收账款	369	513	98	93	110	营业税金及附加	284	389	443	503	478
其他应收款	53	96	118	129	152	营业费用	1	1	1	1	38
预付款项	100	84	65	45	22	管理费用	502	461	644	661	818
存货	2165	2407	2974	3087	3549	财务费用	137	193	201	203	184
其他流动资产	47	103	204	251	352	研发费用	-41.72	-3.52	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	13435	13822	12705	11724	10755	资产减值损失	-11.91	-71.34	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	358	373	373	373	373	公允价值变动收益	61.56	13.50	0.00	0.00	0.00
固定资产	5185	5822	5671	5376	5014	投资净收益	852	1208	1632	2117	2756
无形资产	6733	6525	5873	5286	4757	加: 其他收益	8.14	1.15	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	141	209	145	177	161	营业利润	38.27	2.97	19.71	20.32	14.33
资产总计	17544	18718	17951	18895	20936	营业外收入	822	1206	1612	2097	2741
流动负债合计	3280	3722	2198	1645	1730	营业外支出	328	335	403	524	685
短期借款	488	850	829	0	0	利润总额	494	871	1209	1573	2056
应付账款	693	552	673	699	803	所得税	43	67	55	61	58
预收款项	0	0	9	19	30	净利润	451	804	1154	1512	1998
一年内到期的非流动负债	385	342	62	62	62	少数股东损益	1699	2282	2893	3330	3895
非流动负债合计	6856	6453	5605	5605	5605	归属母公司净利润	0.27	0.49	0.69	0.91	1.20
长期借款	1514	1422	1422	1422	1422	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
负债合计	10136	10176	7802	7250	7335	成长能力					
少数股东权益	2221	2390	2445	2506	2564	营业收入增长	65.67%	15.23%	23.75%	8.89%	17.68%
实收资本 (或股本)	1664	1664	1664	1664	1664	营业利润增长	14.12%	41.75%	35.08%	29.73%	30.16%
资本公积	627	928	928	928	928	归属于母公司净利润增长	43.56%	30.97%	43.56%	30.97%	32.17%
未分配利润	3079	3811	4839	6184	7962	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5188	6152	7703	9139	11037	毛利率 (%)	28.64%	32.58%	32.68%	35.82%	37.31%
负债和所有者权益	17544	18718	17951	18895	20936	净利率 (%)	7.88%	12.06%	13.53%	16.16%	17.95%
现金流量表						单位: 百万元					
						总资产净利润 (%)					
						ROE (%)					
2022A	2023A	2024E	2025E	2026E							
经营活动现金流	1090	2203	1924	2919	2699	偿债能力					
净利润	494	871	1209	1573	2056	资产负债率 (%)	58%	54%	43%	38%	35%
折旧摊销	710	881	1060	1010	955	流动比率	1.25	1.32	2.39	4.36	5.89
财务费用	137	193	201	203	184	速动比率	0.59	0.67	1.03	2.48	3.83
应收帐款减少	0	-144	415	5	-16	营运能力					
预收帐款增加	0	0	9	10	11	总资产周转率	0.49	0.40	0.49	0.53	0.57
投资活动现金流	-3984	-1771	95	-32	16	应收账款周转率	32	16	29	102	113
公允价值变动收益	-12	-71	0	0	0	应付账款周转率	11.05	11.59	14.58	14.18	15.24
长期投资减少	0	28	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	62	14	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.49	0.69	0.91	1.20
筹资活动现金流	2225	-228	-1893	-1107	-284	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.40	0.12	0.08	1.07	1.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.12	3.70	4.63	5.49	6.63
长期借款增加	0	-92	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	60.56	33.37	23.57	18.00	13.62
资本公积增加	0	301	0	0	0	P/B	5.24	4.42	3.53	2.98	2.46
现金净增加额	-669	204	125	1780	2431	EV/EBITDA	16.66	12.34	9.59	7.54	5.83

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理 (CTA), 东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖, 中金所期权联合研究课题三等奖; 曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖; 曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖, 中金所股指期货做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人, 上海期货交易所注册期权讲师, 中国金融期货交易所注册期权讲师, Wind 金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526