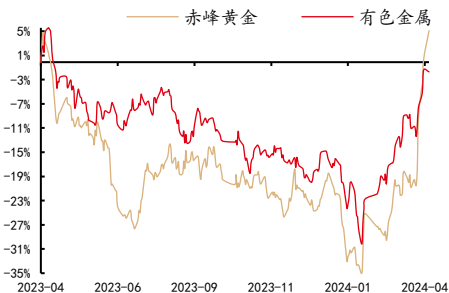


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	19.00
总股本/流通股本(亿股)	16.64 / 16.64
总市值/流通市值(亿元)	316 / 316
52周内最高/最低价	19.00 / 11.76
资产负债率(%)	54.4%
市盈率	38.78
第一大股东	李金阳

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 张亚桐
SAC 登记编号: S1340524040003
Email: zhangyatong@cnpsec.com

赤峰黄金(600988)

业绩改善明显，降本增效成效显著

● 业绩改善明显，利润同比大幅增长

3月29日晚，公司发布2023年度报告。公司实现营业收入72.21亿元，较上年同期增长15.23%；实现归母净利润8.04亿元，较上年同期增长78.21%；实现扣非归母净利润8.66亿元，较上年同期增长115.97%。主要受益于2023年矿产金量价齐升。

23Q4，公司实现营业收入21.59亿元，环比27.68%，同比20.55%；实现归母净利润2.84亿元，环比36.54%，同比416.36%。

● 生产经营稳步改善，降本增效成果显著

公司2023年完成矿产金14.35吨，同比增长5.79%。其中，国内黄金矿山2023年产金3.32吨，同比增长43.1%；境外黄金矿山2023年产金完成11.03吨，同比减少2.0%，主要系2023年3季度金星瓦萨遭遇了特大洪水灾害，对高品位采矿生产造成较大影响，产金低于年初计划。2023年度公司以人民币计量的黄金单位全维持成本同比降低12.00%，公司降本增效成果显著，回收率有所提升。

2024年，公司将持续推进尾矿再磨工艺、树脂选矿工艺的技术改造，金选矿回收率有望达到75%以上；同时，金星瓦萨引入第三方承包商等以便降低成本。展望2024年，公司计划今年实现黄金产销量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。全年预计实现营业收入88亿元人民币，实现归属于母公司的净利润11亿元人民币。

● 重点在建工程项目进展顺利

五龙矿业四分矿163盲竖井延深工程(23-27中段)等井下开拓工程持续推进，2023年下半年选厂日均选矿量已提升至1800吨以上。吉隆矿业年新增18万吨金矿石选矿扩建项目预计2024年6月全部建设完成并进入试生产阶段。新建尾矿库2023年11月中旬开始施工。锦泰矿业溪灯坪金矿14万吨年采选建设工程项目2023年3月29日开工，2023年10月完成全部项目建设并投入生产使用，同时所有生产流程全线拉通。

● 探矿增储取得阶段性进展，前景可期

探矿增储方面，2023年国内各矿山子公司在采矿权内继续“探边摸底”的同时，加大了外围探矿权区找矿的工作力度。全年共施工钻探工程量5.58万米；完成坑探工程量4.8万米。瀚丰矿业完成钻探工程量4809米，新增矿石资源量36.75万吨，东风钼矿区深部勘探估算增加钼金属量7万吨。塞班矿开展了塞班矿卡农地下原生铜矿、远西露天氧化金矿和地下原生金矿等六大资源增长项目，探矿项目钻探工程38838米，资源延伸钻探工程25593米，勘探取得重要进展。截至2023年末新增金矿石资源量530万吨。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 84.59/95.12/104.65 亿元，分别同比增长 17.14%/12.45%/10.01%；归母净利润分别为 12.12/14.31/16.98 亿元，分别同比增长 50.75%/18.06%/18.69%，对应 EPS 分别为 0.73/0.86/1.02 元。以 2024 年 4 月 8 日收盘价 19.00 元为基准，对应 2024-2026E 对应 PE 分别为 26.09/22.10/18.62 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示：**

宏观经济超预期，美联储政策超预期，项目建设不及预期等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7221	8459	9512	10465
增长率(%)	15.23	17.14	12.45	10.01
EBITDA（百万元）	2961.02	1852.67	2106.63	2395.54
归属母公司净利润（百万元）	803.93	1211.90	1430.80	1698.28
增长率(%)	78.21	50.75	18.06	18.69
EPS（元/股）	0.48	0.73	0.86	1.02
市盈率（P/E）	39.32	26.09	22.10	18.62
市净率（P/B）	5.14	4.28	3.59	3.01
EV/EBITDA	8.26	16.92	13.95	11.55

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	7221	8459	9512	10465	营业收入	15.2%	17.1%	12.5%	10.0%
营业成本	4869	5667	6354	6959	营业利润	41.7%	49.9%	16.6%	16.2%
税金及附加	389	397	440	462	归属于母公司净利润	78.2%	50.7%	18.1%	18.7%
销售费用	1	1	1	1	获利能力				
管理费用	461	540	608	635	毛利率	32.6%	33.0%	33.2%	33.5%
研发费用	52	49	55	65	净利率	11.1%	14.3%	15.0%	16.2%
财务费用	193	45	6	-53	ROE	13.1%	16.4%	16.2%	16.2%
资产减值损失	-4	0	0	0	ROIC	9.3%	10.7%	10.9%	11.2%
营业利润	1208	1811	2112	2454	偿债能力				
营业外收入	1	17	9	9	资产负债率	54.4%	51.2%	48.8%	45.3%
营业外支出	3	20	20	14	流动比率	1.32	1.58	1.92	2.30
利润总额	1206	1808	2100	2449	营运能力				
所得税	335	502	554	614	应收账款周转率	16.37	18.83	23.86	31.72
净利润	871	1306	1546	1835	存货周转率	3.16	3.45	3.66	3.57
归母净利润	804	1212	1431	1698	总资产周转率	0.40	0.43	0.45	0.45
每股收益(元)	0.48	0.73	0.86	1.02	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.48	0.73	0.86	1.02
货币资金	1662	2941	5046	6772	每股净资产	3.70	4.44	5.30	6.32
交易性金融资产	30	30	30	30	估值比率				
应收票据及应收账款	513	385	412	248	PE	39.32	26.09	22.10	18.62
预付款项	84	112	84	40	PB	5.14	4.28	3.59	3.01
存货	2407	2495	2704	3155	现金流量表				
流动资产合计	4895	6413	8449	10395	净利润	871	1306	1546	1835
固定资产	5822	5822	5822	5822	折旧和摊销	1500	0	0	0
在建工程	592	592	592	592	营运资本变动	-283	104	410	-109
无形资产	6525	6525	6525	6525	其他	115	56	56	62
非流动资产合计	13822	13822	13822	13822	经营活动现金流净额	2203	1466	2011	1788
资产总计	18718	20236	22271	24217	资本开支	-1722	-5	-14	-8
短期借款	850	850	850	850	其他	-49	44	53	44
应付票据及应付账款	552	904	981	991	投资活动现金流净额	-1771	39	39	36
其他流动负债	2320	2313	2575	2676	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	3722	4067	4406	4518	债务融资	137	-150	150	0
其他	6453	6303	6453	6453	其他	-365	-95	-95	-98
非流动负债合计	6453	6303	6453	6453	筹资活动现金流净额	-228	-245	55	-98
负债合计	10176	10370	10859	10971	现金及现金等价物净增加额	222	1278	2106	1726
股本	1664	1664	1664	1664					
资本公积金	928	928	928	928					
未分配利润	3811	4860	6076	7520					
少数股东权益	2390	2484	2599	2735					
其他	-251	-69	145	400					
所有者权益合计	8542	9866	11412	13246					
负债和所有者权益总计	18718	20236	22271	24217					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048