

赤峰黄金（600988.SH）：矿金采选效率显著提升，降本增效有效推进

2024年9月2日

推荐/维持

赤峰黄金

公司报告

事件：公司发布 2024 半年度报告。公司 2024H1 实现营业收入 41.96 亿元，同比增长 24.45%；实现归母净利润 7.10 亿元，同比增长 127.75%；基本每股收益+126.32%至 0.43 元。公司矿金生产效率的显著优化、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。

公司降本增效成果显著：公司主要通过对生产流程的持续优化以及科技创新带来的效率提升，降本增效结果显著。2024H1 公司矿产金全维持成本为 264.67 元/克(同比下降 0.9%)，其中 Sepon 矿全维持成本同比下降 7.95%至 1225.85 美元/盎司，降幅明显，且比该数据的全球平均数 1348.5 美元/盎司(截止 2023 年底)低 9.1%，显示 Sepon 矿的掘进、生产效率以及回采率出现了实质性的优化。同时，Wassa 矿黄金全维持成本亦较 23 全年同比下降 1.61%至 1177.8 美元/盎司，整体显示了生产端降本增效的实际显现。更深入观察 Sepon 矿成本控制情况，在 2024 上半年，集采、招标及竞争性谈判帮助货物采购和服务类采购节省近 540 多万美元，再磨技改等措施帮助节约选厂成本近 300 万美元，台车生产力的提高推动地下矿掘进矿石量较预算增长 67%，半自磨氧化矿磨机、擦洗机及卡车生产率均有提高，采剥总量比计划提高了 12%，同时树脂浸出选矿项目已于七月末成功预投产，有效提高黄金回收率与产量。此外，Wassa 矿掘进效率升级、回收率提升至接近 96%，五龙矿展井下尾砂充填试验可研工作与大数据管理的推进带动降本增效，叠加吉隆矿选矿扩建项目完成的影响，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 2020H1-2024H1 矿产金产量 CAGR 达到 58.4% (由 20H14 的 1.2 吨增至 24H1 的 7.55 吨)。公司矿产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 (24H1 日选矿能力已达 2000 吨之上)，吉隆矿业年 18 万吨选矿扩建项目已于 6 月建设完成，7 月启动预生产，预期选矿处理能力增长 150%；瀚丰矿业立山矿扩建项目掘进工程主运输巷道及首采区段的采准工程施工计划于 2024 年 12 月底完成。海外方面，Sepon 六大增长项目在稳步推进，卡农露天铜矿项目 9 月底可确认最终设计和预算，班农与班迈区域已经征地完毕，那卡昌区域征地完成 98%，预计 9 月份班农、班迈区域许可获批之后即可启动采矿生产工作，将有助于补充塞班矿整体矿石；Wassa 掘进效率和生产效率提高，DMH 露天坑开采得到优化且井下出矿能力已经提升至 7,000 吨/天。鉴于公司已启动在港交所主板挂牌上市工作，资金的进一步募集有助公司扩建增产及勘探增储等业务的积极执行，这有助公司未来产出规模的释放。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%。

公司成长性将受益于：考虑到黄金传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌格局。鉴于黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵，人民

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、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无。

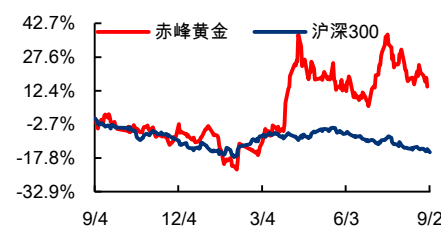
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	20.95-11.76
总市值 (亿元)	289.35
流通市值 (亿元)	289.35
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	2.74

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

币黄金定价中枢或维持于 540 元/克之上。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 95.74 亿元、104.42 亿元、122.69 亿元；归母净利润分别为 16.10 亿元、18.88 亿元和 21.84 亿元；EPS 分别为 0.97 元、1.13 元和 1.31 元，对应 PE 分别为 17.86x、15.23x 和 13.16x，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	9,574.08	10,442.17	12,268.63
增长率 (%)	65.67%	15.23%	32.59%	9.07%	17.49%
归母净利润 (百万元)	451.12	803.93	1,610.25	1,888.25	2,184.30
增长率 (%)	-22.57%	78.21%	100.30%	17.26%	15.68%
净资产收益率 (%)	8.70%	13.07%	19.79%	19.02%	18.19%
每股收益(元)	0.27	0.49	0.97	1.13	1.31
PE	64.00	35.27	17.86	15.23	13.16
PB	5.54	4.67	3.53	2.90	2.39

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	5403	7980	11213	营业收入	6267	7221	9574	10442	12269
货币资金	1285	1662	1915	4256	6731	营业成本	4472	4869	5968	6369	7652
应收账款	369	513	105	100	118	营业税金及附加	284	389	475	540	512
其他应收款	53	96	127	138	162	营业费用	1	1	1	1	40
预付款项	100	84	65	44	20	管理费用	502	461	690	710	876
存货	2165	2407	2950	3149	3783	财务费用	137	193	201	203	184
其他流动资产	47	103	241	292	400	资产减值损失	-41.72	-3.52	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	13435	13822	12705	11724	10755	公允价值变动收益	-11.91	-71.34	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	358	373	373	373	373	投资净收益	61.56	13.50	0.00	0.00	0.00
固定资产	5185	5822	5671	5376	5014	营业利润	852	1208	2240	2619	3004
无形资产	6733	6525	5873	5286	4757	营业外收入	8.14	1.15	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	141	209	145	177	161	营业外支出	38.27	2.97	19.71	20.32	14.33
资产总计	17544	18718	18108	19704	21968	利润总额	822	1206	2220	2599	2990
流动负债合计	3280	3722	1922	1663	1794	所得税	328	335	555	650	747
短期借款	488	850	558	0	0	净利润	494	871	1665	1949	2242
应付账款	693	552	668	713	856	少数股东损益	43	67	55	61	58
预收款项	0	0	10	20	32	归属母公司净利润	451	804	1610	1888	2184
一年内到期的非流动负债	385	342	62	62	62	EBITDA	1699	2282	3501	3832	4143
非流动负债合计	6856	6453	5605	5605	5605	EPS (元)	0.27	0.49	0.97	1.13	1.31
长期借款	1514	1422	1422	1422	1422	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	10136	10176	7526	7268	7398	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%	32.59%	9.07%	17.49%
实收资本(或股本)	1664	1664	1664	1664	1664	营业利润增长	14.12%	41.75%	85.42%	16.93%	14.69%
资本公积	627	928	928	928	928	归属于母公司净利润增长	100.30%	17.26%	100.30%	17.26%	15.68%
未分配利润	3079	3811	5245	6925	8869	长					
归属母公司股东权益	5188	6152	8136	9930	12005	获利能力					
益合计						毛利率(%)	28.64%	32.58%	37.67%	39.01%	37.63%
负债和所有者权益	17544	18718	18108	19704	21968	净利率(%)	7.88%	12.06%	17.39%	18.67%	18.28%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.57%	4.30%	8.89%	9.58%	9.94%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	8.70%	13.07%	19.79%	19.02%	18.19%
经营活动现金流	1090	2203	2345	3229	2751	偿债能力					
净利润	494	871	1665	1949	2242	资产负债率(%)	58%	54%	42%	37%	34%

折旧摊销	710	881	1060	1010	955	流动比率	1.25	1.32	2.81	4.80	6.25
财务费用	137	193	201	203	184	速动比率	0.59	0.67	1.28	2.91	4.14
应收账款减少	0	-144	408	5	-18	营运能力					
预收帐款增加	0	0	10	10	12	总资产周转率	0.49	0.40	0.52	0.55	0.59
投资活动现金流	-3984	-1771	95	-32	16	应收账款周转率	32	16	31	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	15.69	15.13	15.64
长期股权投资减少	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	0.97	1.13	1.31
筹资活动现金流	2225	-228	-2187	-856	-293	每股净现金流(最新摊薄)	-0.40	0.12	0.15	1.41	1.49
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.12	3.70	4.89	5.97	7.22
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	64.00	35.27	17.86	15.23	13.16
资本公积增加	0	301	0	0	0	P/B	5.54	4.67	3.53	2.90	2.39
现金净增加额	-669	204	253	2342	2474	EV/EBITDA	17.57	13.02	8.25	6.78	5.67

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

大周期组组长, 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, 中国东方资产估值专家库成员。

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 23 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