



赤峰黄金（600988.SH）：降本增效有效推进，公司进入业绩稳定优化新阶段

2024年11月1日

推荐/维持

赤峰黄金

公司报告

事件：公司发布 2024 三季度报告。截止 2024Q3，公司年内实现营业收入 62.23 亿元，同比增长 22.93%；实现归母净利润 11.05 亿元，同比增长 112.59%；基本每股收益+109.38%至 0.67 元。其中 Q3 单季实现营收+19.88%至 20.27 亿元，实现利润+89.83%至 3.95 亿元；每股收益+84.6%至 0.24 元。瀚丰矿业生产设施改造完成推动基本金属产量增长，公司降本增效的持续推进叠加黄金产品本期量价齐增推动公司盈利能力显著提升。

公司降本增效有效推进：公司持续推进生产流程的降本增效，24 年 1-9 月公司矿产金平均销售成本 281.55 元/克，平均全维持成本 285.53 元，较该数据的全球平均数 1388 美元/盎司（截止 2024Q2）低 10%。公司海外及国内矿山成本略显分化，但海外销售费用控制能力有提升。报告期内，万象与瓦萨平均销售成本分别下降至 1482.97 美元/盎司（同比减少 4.95%）与 1278.69 美元/盎司（同比减少 1.65%），显示公司海外销售费用控制能力增强，整体盈利能力实质性提升。而国内矿山方面，由于矿石品位下降但掘进探采等工作量增加，导致单位生产成本被迫提升。报告期内，公司国内矿山销售成本同比增长 16.72%至 171.16 元/克，年内全维持成本同比增长 8.88%至 230.52 元/克。从财务数据观察，公司降本增效成果进一步显现。截止 24Q3，在矿产销同比增长背景下（产+5.05%，销+4.95%），公司年内期间费用却持续下滑：销售费用同比下降 41.3%至 31.66 万元，销售费用率由 23 同期 0.11%降至 0.01%；管理费用同比下降 9.3%至 3.21 亿元，管理费用率由 23 同期 7%降至 5.17%；财务费用同比下降 0.5%至 1.25 亿元，财务费用率则由 2.48%降至 2.01%。同期，公司年内销售净利率为 20.15%，较 23 年提高 8.1 个百分点；年内销售毛利率为 41.96%，较 23 年提高 9.4 个百分点，数据综合显示公司在生产经营流程中成本控制能力的有效优化及盈利能力的系统性提升。此外，从矿山生产效率观察：2024H1，万象矿业台车生产力提高推动地下矿掘进矿石量较预计增长 67%；半自磨氧化矿磨机、擦洗机及卡车生产率亦均有提高，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。同时，瓦萨掘进效率升级，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；吉隆矿选矿扩建项目已于年内完成。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。

矿产金产量稳定释放期：公司 21Q3-24Q3 期间矿产金产量 CAGR 为 20.8%，由 21Q3 的 6.09 吨增至 24Q3 的 10.75 吨（增长 76.4%）。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 7 月启动预生产，预期选矿处理能力增长 150%；瀚丰矿业扩建项目计划于 2024 年 12 月底完成，年内已部分投入生产，截止 24Q3，公司铜精粉（+88%至 1185 吨）、铅精粉（+84%至 2626 吨）、锌精粉（+84%至 10178 吨）与钼精粉（+561%至 491 吨）产量均较去年同期

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，主要通过下属于子公司开展，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。

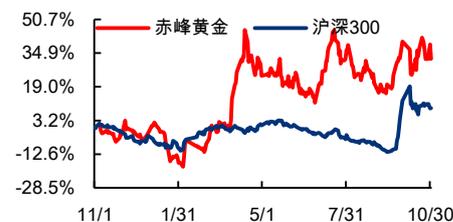
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	20.95-11.76
总市值（亿元）	316.14
流通市值（亿元）	316.14
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	3.22

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

研究助理：闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

大幅增长。海外方面, 万象矿业塞班矿远西采区采矿权许可区域由 11696 公顷扩大至 13088 公顷, 有效期十年; 瓦萨矿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。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。截止 24 年 10 月 31 日, COMEX 黄金价格已较年初上涨 32.2% 至 2734.15 美元/盎司。黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价仍在发酵。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 98.97 亿元、112.99 亿元、136.89 亿元; 归母净利润分别为 17.04 亿元、20.91 亿元和 24.30 亿元; EPS 分别为 1.02 元、1.26 元和 1.46 元, 对应 PE 分别为 16.88x、13.75x 和 11.83x, 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	9,896.73	11,298.63	13,689.27
增长率(%)	65.67%	15.23%	37.06%	14.17%	21.16%
归母净利润(百万元)	451.12	803.93	1,703.65	2,090.78	2,429.54
增长率(%)	-22.57%	78.21%	111.91%	22.72%	16.20%
净资产收益率(%)	8.70%	13.07%	20.71%	20.48%	19.41%
每股收益(元)	0.27	0.49	1.02	1.26	1.46
PE	64.00	35.27	16.88	13.75	11.83
PB	5.54	4.67	3.50	2.82	2.30

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	5572	8325	11850	营业收入	6267	7221	9897	11299	13689
货币资金	1285	1662	1979	4294	6798	营业成本	4472	4869	6126	6853	8581
应收账款	369	513	108	108	131	营业税金及附加	284	389	491	585	571
其他应收款	53	96	131	149	181	营业费用	1	1	1	1	45
预付款项	100	84	64	42	15	管理费用	502	461	713	768	977
存货	2165	2407	3029	3388	4242	财务费用	137	193	201	203	184
其他流动资产	47	103	260	343	483	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	2385	2889	3331
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	18277	20049	22605	利润总额	822	1206	2345	2869	3317
流动负债合计	3280	3722	2002	1727	1917	所得税	328	335	586	717	829
短期借款	488	850	618	0	0	净利润	494	871	1759	2152	2488
应付账款	693	552	686	767	960	少数股东损益	43	67	55	61	58
预收款项	0	0	10	21	35	归属母公司净利润	451	804	1704	2091	2430
一年内到期的非流动负债	385	342	62	62	62	EBITDA	1699	2282	3625	4102	4470
非流动负债合计	6856	6453	5605	5605	5605	EPS (元)	0.27	0.49	1.02	1.26	1.46
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	7607	7331	7521	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%	37.06%	14.17%	21.16%
实收资本 (或股本)	1664	1664	1664	1664	1664	营业利润增长	14.12%	41.75%	95.73%	22.20%	15.29%
资本公积	627	928	928	928	928	归属母公司净利润增长	-22.57%	78.21%	111.91%	22.72%	16.20%
未分配利润	3079	3811	5328	7189	9351	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5188	6152	8225	10211	12519	毛利率 (%)	28.64%	32.58%	38.10%	39.35%	37.32%
负债和所有者权益	17544	18718	18277	20049	22605	净利率 (%)	7.88%	12.06%	17.77%	19.05%	18.17%
						总资产净利润 (%)	2.57%	4.30%	9.32%	10.43%	10.75%
现金流量表	单位: 百万元										
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
经营活动现金流	1090	2203	2354	3273	2793	资产负债率 (%)	58%	54%	42%	37%	33%
净利润	494	871	1759	2152	2488	流动比率	1.25	1.32	2.78	4.82	6.18
折旧摊销	710	881	1060	1010	955	速动比率	0.59	0.87	1.27	2.86	3.97
财务费用	137	193	201	203	184	营运能力					
应收账款减少	0	-144	405	0	-23	总资产周转率	0.49	0.40	0.54	0.59	0.64
预收账款增加	0	0	10	11	14	应收账款周转率	32	16	32	104	114
投资活动现金流	-3984	-1771	95	-32	16	应付账款周转率	11.05	11.59	15.99	15.56	15.85
公允价值变动收益	-12	-71	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减少	0	28	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.49	1.02	1.26	1.46
投资收益	62	14	0	0	0	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.40	0.12	0.19	1.39	1.50
筹资活动现金流	2225	-228	-2132	-925	-305	每股净资产 (最新摊薄)	3.12	3.70	4.94	6.14	7.52
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	-92	0	0	0	P/E	64.00	35.27	16.88	13.75	11.83
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	5.54	4.67	3.50	2.82	2.30
资本公积增加	0	301	0	0	0	EV/EBITDA	17.57	13.02	7.96	6.32	5.24
现金净增加额	-669	204	317	2315	2503						

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。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员, 美国哥伦比亚大学生物统计硕士, 研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校, 应用数学与经济双专业, 于 2024 年 5 月入职东兴证券。

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	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526