

# 赤峰黄金 (600988.SH) —— 年报点评

## 降本控费效果明显，量价齐增兑现高利润弹性

优于大市

### 核心观点

**公司发布 2024 年报：**全年实现营收 90.26 亿元，同比+24.99%；实现归母净利润 17.64 亿元，同比+119.46%；实现扣非净利润 17.00 亿元，同比+96.28%；实现经营活动产生现金流量净额 32.68 亿元，同比+48.36%。

**产销量数据方面：**2024 年，公司黄金产量达到 15.16 吨，同比+5.60%，完成年初计划的 94.63%，销量达到 15.22 吨，同比+4.88%。其中 24Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 3.59/3.97/3.20/4.41 吨，Q4 环比+37.81%，销量分别为 3.58/4.01/3.36/4.27 吨，Q4 环比+27.08%。2025 年产量计划：黄金产销量 16.70 吨，电解铜 10010 吨，铜铅锌精粉 33350 吨，钼精粉 660 吨。

**降本控费效果明显：**2024 年，公司矿产金实现全维持成本 281.19 元/克，同比+5.25%，实现销售成本 278.08 元/克，同比-0.76%，面对全行业成本快速上升的趋势，公司降本控费卓有成效。分区域来看，2024 年，国内矿山销售成本 157.09 元/克，同比+2.88%，虽有所提升，但成本优势仍然突出；万象矿业销售成本 1497.05 美元/盎司，同比+0.48%，全维持成本 1323.75 美元/盎司，同比-0.47%，成本保持相对稳定；金星瓦萨销售成本 1303.89 美元/盎司，同比-0.88%，全维持成本 1304.46 美元/盎司，同比+8.97%。公司两座海外矿山的成本预计还有进一步优化的空间。

**公司成功于港股上市：**公司于 2024 年 8 月 29 日向香港联交所递交公司发行 H 股股票并在香港联交所主板挂牌上市的申请，且于 2025 年 3 月 10 日成功挂牌上市，募集资金净额约 26.76 亿港元。

**利润分配方案：**拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元(含税)，总计拟派发现金红利约 2.99 亿元，占 2024 年归母净利润的 16.95%。

**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：**维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 120.31/135.76/151.20(原预测 109.50/128.59/-) 亿元，同比增速 33.3%/12.8%/11.4%；归母净利润分别为 29.43/32.71/36.00(原预测 22.01/25.05/-) 亿元，同比增速 66.8%/11.2%/10.1%；摊薄 EPS 分别为 1.57/1.75/1.93 元，当前股价对应 PE 为 14/12/11X。考虑到公司坚定国际化发展步伐，黄金产量有望持续增长，生产成本存在下降空间，对金价享有较高的利润弹性，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,221	9,026	12,031	13,576	15,120
(+/-%)	15.2%	25.0%	33.3%	12.8%	11.4%
净利润(百万元)	804	1,764	2,943	3,271	3,600
(+/-%)	78.2%	119.5%	66.8%	11.2%	10.1%
每股收益(元)	0.48	1.06	1.57	1.75	1.93
EBIT Margin	20.1%	32.4%	40.7%	40.2%	39.8%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	22.3%	29.5%	26.7%	24.3%
市盈率 (PE)	44.8	20.4	13.7	12.4	11.2
EV/EBITDA	15.8	10.9	7.9	7.2	6.7
市净率 (PB)	5.85	4.55	4.06	3.30	2.74

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：杨耀洪

021-60933161

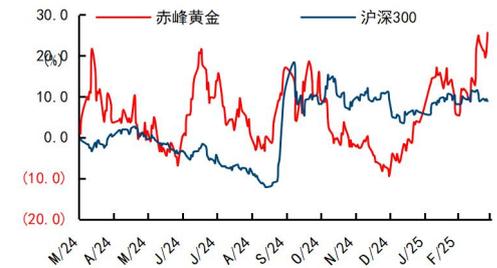
yangyao hong@guosen.com.cn

S0980520040005

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.64 元
总市值/流通市值	40457/40457 百万元
52 周最高价/最低价	22.15/15.55 元
近 3 个月日均成交额	937.68 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) 三季报点评：前三季度黄金产量持续提升，成本持续优化》——2024-10-31
- 《赤峰黄金 (600988.SH) 半年报点评：二季度黄金量价齐增，兑现高利润弹性》——2024-09-02
- 《赤峰黄金 (600988.SH) -产量持续提升，成本稳步下降》——2024-03-31
- 《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

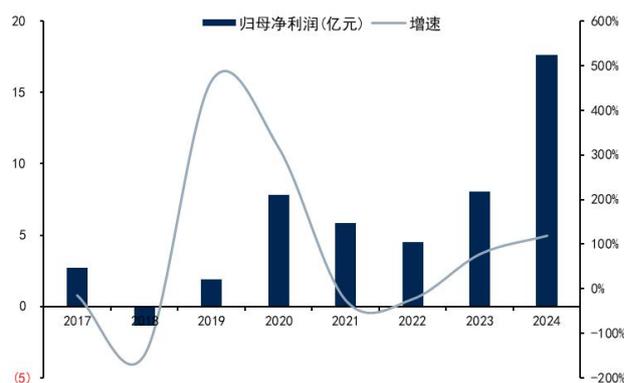
**公司发布 2024 年报：**全年实现营收 90.26 亿元，同比+24.99%；实现归母净利润 17.64 亿元，同比+119.46%；实现扣非净利润 17.00 亿元，同比+96.28；实现经营活动产生现金流量净额 32.68 亿元，同比+48.36%。其中，24Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 18.54/23.42/20.27/28.03 亿元，Q4 环比+38.30%；分别实现归母净利润 2.01/5.10/3.95/6.59 亿元，Q4 环比+67.02%；分别实现扣非净利润 2.05/4.34/3.99/6.62 亿元，Q4 环比+65.87%。

图1: 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

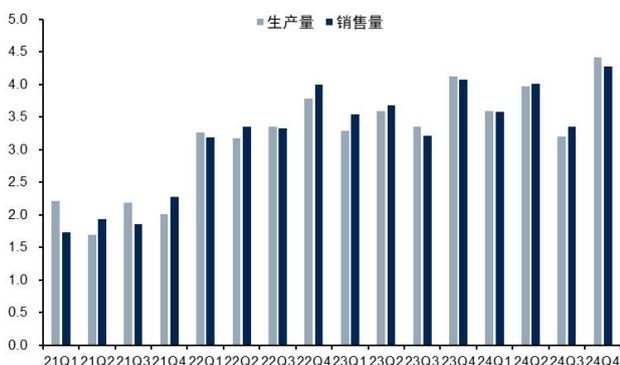
**产销量数据方面：**2024 年，公司黄金产量达到 15.16 吨，同比+5.60%，完成年初计划的 94.63%，销量达到 15.22 吨，同比+4.88%。其中 24Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 3.59/3.97/3.20/4.41 吨，Q4 环比+37.81%，销量分别为 3.58/4.01/3.36/4.27 吨，Q4 环比+27.08%。公司 24Q3 黄金产销量下降主要是受到海外两座矿山处于雨季影响，Q4 恢复，每年 Q4 通常也是产销量最好的时候。2025 年产量计划：黄金产销量 16.70 吨，电解铜 10010 吨，铜铅锌精粉 33350 吨，钼精粉 660 吨。

**公司持续推进矿山重点开发建设项目：**1) 五龙矿业已在 2024 年底达到日处理量 2000 吨以上，计划在 2025 年达到 3000 吨/天的满产能力；2) 吉隆矿业 18 万吨金矿石扩建项目于 2024 年 6 月试生产，年末通过验收，新增 6 万吨地下开采项目已完成核准，向日处理量 1000 吨的达产目标前进；3) 华泰矿业五采区新增 3 万吨/年地下开采扩建项目于 2024 年 11 月开工建设，预计将于 2025 年起逐步贡献

增量产能；4) 锦泰矿业二期探转采开发利用方案评审已通过，前置手续正稳步推进；5) 万象矿业远西露天金矿于 2024 年 9 月完成投产，投产首年即贡献黄金产量 1.2 吨，其他重要在建工程均按计划推进实施；6) 金星瓦萨通过重启和优化 DMH 露天坑开采，提高配矿，增加矿石供应量，进一步夯实产量基础。

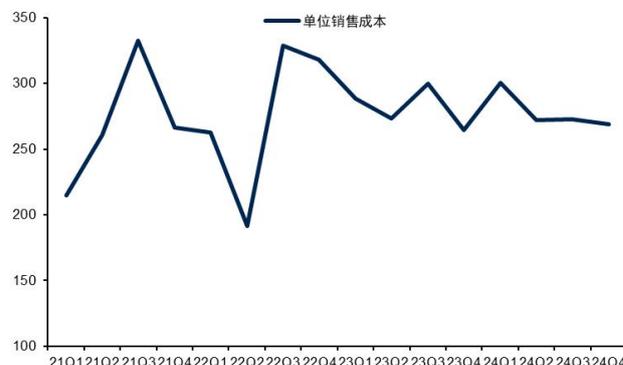
**降本控费效果明显：**2022 年矿山成本的大幅波动，使得公司战略重心有所调整，更加注重降本控费。2024 年，公司矿产金实现全维持成本 281.19 元/克，同比+5.25%，实现销售成本 278.08 元/克，同比-0.76%，面对全行业成本快速上升的趋势，公司降本控费卓有成效。分区域来看，2024 年，国内矿山销售成本 157.09 元/克，同比+2.88%，虽有所提升但成本优势仍然突出；万象矿业销售成本 1497.05 美元/盎司，同比+0.48%，全维持成本 1323.75 美元/盎司，同比-0.47%，成本保持相对稳定；金星瓦萨销售成本 1303.89 美元/盎司，同比-0.88%，全维持成本 1304.46 美元/盎司，同比+8.97%。往后展望，公司两座海外矿山的成本预计还有进一步优化的空间。

图5：公司矿产金单季产销量(吨)



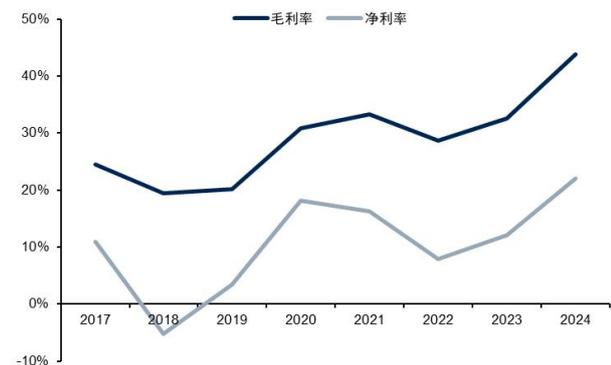
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司矿产金单季单位销售成本(元/克)



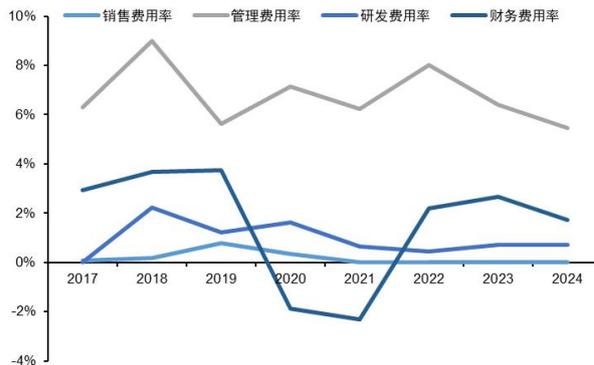
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**财务数据方面：**①截至 2024 年年末，公司资产负债率为 47.25%，相比于 2024 年年末下降 7.11 个百分点；在手货币资金 27.47 亿元，同比+65.28%；在手存货 25.40 亿元，同比+5.54%；公司现金流充裕；②期间费用方面，公司 2024 年销售费用 34.87 万元，同比-49.39%；管理费用 4.92 亿元，同比+6.70%；研发费用 6362 万

元，同比+22.92%；财务费用 1.55 亿元，同比-19.56%；③公司于 2024 年上半年计提了非流动性资产处置收益约 7048 万元，这主要是全资子公司赤金香港转让所持铁拓矿业股份影响当期损益；④公司于 2024 年 8 月 29 日向香港联交所递交了公司发行 H 股股票并在香港联交所主板挂牌上市的申请，且于 2025 年 3 月 10 日成功挂牌上市，募集资金净额约 26.76 亿港元；⑤利润分配方案，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元(含税)，总计拟派发现金红利约 2.99 亿元，占 2024 年归母净利润的 16.95%。

**投资建议：维持“优于大市”评级。**预计公司 2025-2027 年营收分别为 120.31/135.76/151.20(原预测 109.50/128.59/-) 亿元，同比增速分别为 33.3%/12.8%/11.4%；归母净利润分别为 29.43/32.71/36.00(原预测 22.01/25.05/-) 亿元，同比增速分别为 66.8%/11.2%/10.1%；摊薄 EPS 分别为 1.57/1.75/1.93 元，当前股价对应 PE 为 14/12/11X。考虑到公司坚定国际化发展步伐，黄金产量有望持续增长，生产成本存在下降空间，对金价享有较高的利润弹性，维持“优于大市”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1662	2747	4404	6776	9370	<b>营业收入</b>	<b>7221</b>	<b>9026</b>	<b>12031</b>	<b>13576</b>	<b>15120</b>
应收款项	609	683	911	1028	1145	营业成本	4869	5069	5874	6699	7525
存货净额	2407	2540	3076	3541	4009	营业税金及附加	389	473	632	713	794
其他流动资产	187	423	564	636	709	销售费用	1	0	1	1	2
<b>流动资产合计</b>	<b>4895</b>	<b>6404</b>	<b>8965</b>	<b>11991</b>	<b>15243</b>	管理费用	461	492	1068	1137	1207
固定资产	6414	7077	7626	8107	8526	研发费用	52	64	84	95	106
无形资产及其他	6525	6319	5792	5266	4739	财务费用	193	155	180	204	227
投资性房地产	509	524	524	524	524	投资收益	14	79	50	50	50
长期股权投资	373	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	68	21	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>18718</b>	<b>20329</b>	<b>22912</b>	<b>25892</b>	<b>29036</b>	其他收入	6	(6)	537	537	537
短期借款及交易性金融负债	1192	1507	1100	1000	800	营业利润	1208	2824	4779	5313	5847
应付款项	552	685	829	954	1080	营业外净收支	(2)	(5)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	1978	1860	2364	2717	3071	<b>利润总额</b>	<b>1206</b>	<b>2819</b>	<b>4777</b>	<b>5311</b>	<b>5845</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3722</b>	<b>4051</b>	<b>4293</b>	<b>4671</b>	<b>4952</b>	所得税费用	335	833	1433	1593	1753
长期借款及应付债券	1422	600	600	600	600	少数股东损益	67	222	401	446	491
其他长期负债	5031	4955	4955	4955	4955	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>804</b>	<b>1764</b>	<b>2943</b>	<b>3271</b>	<b>3600</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>6453</b>	<b>5554</b>	<b>5554</b>	<b>5554</b>	<b>5554</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>10176</b>	<b>9605</b>	<b>9848</b>	<b>10226</b>	<b>10506</b>	<b>净利润</b>	<b>804</b>	<b>1764</b>	<b>2943</b>	<b>3271</b>	<b>3600</b>
少数股东权益	2390	2806	3087	3399	3743	资产减值准备	(38)	1	1	0	0
股东权益	6152	7917	9977	12267	14787	折旧摊销	1465	1239	1478	1545	1607
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18718</b>	<b>20329</b>	<b>22912</b>	<b>25892</b>	<b>29036</b>	公允价值变动损失	68	21	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	193	155	180	204	227
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(721)	(520)	(255)	(176)	(176)
每股收益	0.48	1.06	1.57	1.75	1.93	其它	93	187	280	312	343
每股红利	0.09	0.16	0.47	0.52	0.58	<b>经营活动现金流</b>	<b>1670</b>	<b>2693</b>	<b>4446</b>	<b>4953</b>	<b>5375</b>
每股净资产	3.70	4.76	5.34	6.56	7.91	资本开支	0	(1599)	(1500)	(1500)	(1500)
ROIC	13%	18%	27%	33%	36%	其它投资现金流	60	20	0	0	0
ROE	13%	22%	29%	27%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>45</b>	<b>(1209)</b>	<b>(1500)</b>	<b>(1500)</b>	<b>(1500)</b>
毛利率	33%	44%	51%	51%	50%	权益性融资	18	167	0	0	0
EBIT Margin	20%	32%	41%	40%	40%	负债净变化	(92)	(822)	0	0	0
EBITDA Margin	40%	46%	53%	52%	50%	支付股利、利息	(146)	(266)	(883)	(981)	(1080)
收入增长	15%	25%	33%	13%	11%	其它融资现金流	(880)	1612	(407)	(100)	(200)
净利润增长率	78%	119%	67%	11%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1338)</b>	<b>(399)</b>	<b>(1289)</b>	<b>(1081)</b>	<b>(1280)</b>
资产负债率	67%	61%	56%	53%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>377</b>	<b>1085</b>	<b>1657</b>	<b>2371</b>	<b>2595</b>
股息率	0.4%	0.7%	2.5%	2.7%	3.0%	货币资金的期初余额	1285	1662	2747	4404	6776
P/E	44.8	20.4	13.7	12.4	11.2	货币资金的期末余额	1662	2747	4404	6776	9370
P/B	5.9	4.5	4.1	3.3	2.7	企业自由现金流	464	1182	3152	3689	4140
EV/EBITDA	15.8	10.9	7.9	7.2	6.7	权益自由现金流	836	1972	2664	3535	3913

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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