



买入（维持）

所属行业：有色金属/贵金属
当前价格(元)：22.90

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

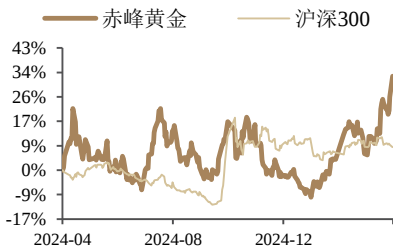
高嘉麒

资格编号：S0120523070003

邮箱：gaojq@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	22.00	28.08	43.93
相对涨幅(%)	24.04	26.24	46.73

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《黄金：降息预期提升，金价展望 2600 美元》，2024.8.1
- 《赤峰黄金（600988.SH）：公司降本效果显著，金价上扬带动公司业绩快速向上》，2024.4.2

赤峰黄金：提产降本推动利润提升

投资要点

- 事件。**公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业总收入 90.26 亿元，同比提升 25%，实现归母净利润 17.64 亿元，同比增长 119.46%，自由现金流 17.49 亿元，同比增长 279.22%；经营性现金流净额达 32.68 亿元，同比增长 48.34%。
- 产量提升，单位成本下降，推动利润增长。**产量方面，生产矿产金 15.16 吨，较上年增长 5.60%，其中国内矿山贡献 3.91 吨，同比增长 14.6%，增速表现突出；境外矿山贡献 11.25 吨，继续发挥核心支撑作用；成本方面，自 2020 年恢复黄金生产以来，万象矿业塞班矿在克服难选矿石相关的挑战方面取得了长足进步，并不断改进其选矿和回收流程，选矿回收率自投产之初提升了近 20%；同时公司通过优化采购渠道、提高材料利用率及扩大产能等措施，在降低瓦萨金矿成本方面取得良好成效；在中国境内矿山，公司通过渐进式投资和改造，持续提升矿山运营效率。2024 年公司矿产金销售成本约为 278 元/克，较 2023 年 280 元/克有所下降，其中金星瓦萨成本下降对整体带来的影响相对更为突出。
- 连续多年产量提升，2025 年公司金铜产品产量或仍保持提升趋势。**黄金是公司主要产品，2020 年至 2024 年，公司黄金产量分别为 4.59 吨、8.10 吨、13.57 吨、14.35 吨、15.16 吨，实现连年增长，通过内部探矿增储和外部资源整合并购，保有资源量显著增加。2025 年，公司将持续研发应用新技术，并继续通过集中采购、组织结构和人员优化等措施狠抓降本控费，预计合并范围内黄金产销量 16.70 吨，电解铜 10,010 吨，铜铅锌精粉 33,350 吨，钼精粉 660 吨。
- 2025 年至今黄金价格表现优异，或带动公司利润持续向好。**2025 年至今的金价表现来看，截至 2025 年 3 月 31 日，国内黄金价格约为 730.8 元/克，较年初上行约 17.5%，较去年同期上行约 38.5%。黄金价格的大幅提升或带动公司业绩持续向好发展。
- 投资建议。**公司黄金产量持续增长，单位成本同步下降。我们认为伴随黄金价格的持续上涨，公司未来业绩有望持续向好。预计 2025-2027 年公司营业总收入为 114、126、138 亿元，归母净利润分别为 26、31、35 亿元。维持“买入”评级。

- 风险提示：**美联储货币政策超预期变动，生产事故，全球地缘政治风险加剧。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,869.56	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
流通 A 股(百万股):	1,663.91	营业收入(百万元)	7,221	9,026	11,425	12,586	13,765
52 周内股价区间(元):	15.61-22.90	(+/-)YOY(%)	15.2%	25.0%	26.6%	10.2%	9.4%
总市值(百万元):	42,813.00	净利润(百万元)	804	1,764	2,623	3,121	3,523
总资产(百万元):	20,328.57	(+/-)YOY(%)	78.2%	119.5%	48.7%	19.0%	12.9%
每股净资产(元):	4.23	全面摊薄 EPS(元)	0.43	0.94	1.40	1.67	1.88
资料来源：公司公告		毛利率(%)	32.6%	43.8%	49.1%	50.6%	51.7%
		净资产收益率(%)	8.7%	13.1%	22.3%	24.9%	22.8%
		资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所					
		备注：净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	1.07	1.40	1.67	1.88
每股净资产	4.76	5.64	7.31	9.19
每股经营现金流	1.96	2.49	2.96	3.14
每股股利	0.16	0.22	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	14.59	16.32	13.72	12.15
P/B	3.28	4.06	3.13	2.49
P/S	2.88	3.75	3.40	3.11
EV/EBITDA	6.07	6.47	5.26	4.21
股息率%	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	43.8%	49.1%	50.6%	51.7%
净利润率	22.0%	25.7%	27.5%	28.5%
净资产收益率	13.1%	22.3%	24.9%	22.8%
资产回报率	4.3%	8.7%	10.9%	11.3%
投资回报率	9.3%	15.8%	18.0%	17.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	15.2%	25.0%	26.6%	10.2%
EBIT 增长率	55.0%	100.4%	44.1%	15.8%
净利润增长率	78.2%	119.5%	48.7%	19.0%
偿债能力指标				
资产负债率	54.4%	47.3%	43.1%	38.3%
流动比率	1.3	1.6	2.1	2.7
速动比率	0.6	0.9	1.4	2.1
现金比率	0.7	1.2	1.9	2.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	22.0	21.9	22.0	22.0
存货周转天数	169.0	175.7	172.4	174.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.4
固定资产周转率	1.4	1.7	1.8	1.9

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,764	2,623	3,121	3,523
少数股东损益	222	308	339	398
非现金支出	1,280	1,915	1,975	2,154
非经营收益	49	51	58	63
营运资金变动	-46	-244	48	-260
经营活动现金流	3,268	4,653	5,541	5,877
资产	-1,520	-1,929	-1,899	-1,914
投资	375	0	0	0
其他	186	34	38	41
投资活动现金流	-958	-1,895	-1,861	-1,873
债权募资	-521	310	284	297
股权募资	167	0	0	0
其他	-743	-86	-95	-104
融资活动现金流	-1,097	223	189	193
现金净流量	1,242	2,981	3,868	4,196

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 31 日
资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,026	11,425	12,586	13,765
营业成本	5,069	5,812	6,218	6,643
毛利率%	43.8%	49.1%	50.6%	51.7%
营业税金及附加	473	609	629	688
营业税金率%	5.2%	5.3%	5.0%	5.0%
营业费用	0	1	1	1
营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	492	708	773	849
管理费用率%	5.5%	6.2%	6.1%	6.2%
研发费用	64	80	84	94
研发费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	2,927	4,217	4,884	5,492
财务费用	155	31	-19	-88
财务费用率%	1.7%	0.3%	-0.2%	-0.6%
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	79	34	38	41
营业利润	2,824	4,220	4,941	5,621
营业外收支	-5	1	0	0
利润总额	2,819	4,220	4,941	5,621
EBITDA	4,204	6,132	6,859	7,646
所得税	833	1,290	1,480	1,701
有效所得税率%	29.6%	30.6%	30.0%	30.3%
少数股东损益	222	308	339	398
归属母公司所有者净利润	1,764	2,623	3,121	3,523

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,747	5,729	9,597	13,794
应收账款及应收票据	587	807	728	951
存货	2,540	3,025	2,986	3,405
其它流动资产	529	508	560	593
流动资产合计	6,404	10,069	13,872	18,742
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	6,400	6,808	7,057	7,132
在建工程	678	509	414	327
无形资产	6,319	6,112	5,905	5,698
非流动资产合计	13,924	13,939	13,863	13,624
资产总计	20,329	24,008	27,735	32,366
短期借款	1,108	1,418	1,702	1,999
应付票据及应付账款	685	863	724	1,008
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,258	2,519	2,640	2,770
流动负债合计	4,051	4,800	5,066	5,777
长期借款	600	600	600	600
其它长期负债	4,955	4,955	4,955	4,955
非流动负债合计	5,554	5,554	5,554	5,554
负债总计	9,605	10,354	10,621	11,332
实收资本	1,664	1,664	1,664	1,664
普通股股东权益	7,917	10,540	13,661	17,184
少数股东权益	2,806	3,114	3,453	3,851
负债和所有者权益合计	20,329	24,008	27,735	32,366

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。