

赤峰黄金（600988.SH）——半年报点评

技改扩能短期影响产量，重点开发建设项目稳步推进

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 70.18 亿元，同比+33.11%；实现归母净利润 17.32 亿元，同比+56.50%。26Q2 实现营收 34.63 亿元，同比+20.90%，环比-2.56%；实现归母净利润 7.44 亿元，同比+19.34%，环比-24.71%。

产销量数据方面：上半年，矿产金产量 6.15 吨，同比-8.96%；矿产金销量 6.13 吨，同比-9.45%。上半年，公司境内外重点新建及技改项目按计划稳步实施，受技改、新建项目及国内安全监管升级等因素影响，上半年产量低于预算。展望下半年，公司将重点着力推动技改攻坚与产量恢复、扩产建设与产能爬坡、审批突破与新区开拓。

售价和成本方面：上半年，公司黄金售价约 1008.5 元/克，相较于沪金均值 1039.5 元/克，折扣率仅为 2.98%。成本方面，公司黄金单位营业成本 383.44 元/克，同比+20.18%，单位全维持成本 481.45 元/克，同比+35.46%。自产金单位成本同比上升较多，主因：1）税费提高。2）部分矿山技改、大规模检修等影响黄金产量。

公司持续推进矿山重点开发建设项目：1）吉隆矿业兴隆矿新建竖井于 3 月份开工，新增 6 万吨/年地下开采扩建项目可研报告编制完成。2）五龙矿业新建尾矿库隧洞掘进完成过半，坑探见矿效果良好，选矿回收率保持 90%以上，选矿工艺改造试验同步推进。3）华泰矿业 3 万吨/年地下开采扩建项目稳步推进，一采区完成发改委立项评审，行政审批工作稳步推进。4）锦泰矿业二期扩建项目全面推进。5）万象矿业卡农原生铜项目按计划推进；SND 金铜矿项目取得重大资源突破，黄金当量金属资源量由首次评估 107 吨增至 260 吨。6）金星瓦萨井下采矿量稳步提升、品位控制持续优化，井下+露天合计可达 13000 吨/天；新建 ADK 斜坡道项目已达到首采水平，下半年预计可贡献 18 万吨矿石。

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。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2026-2028 年营收分别为 155.66/204.67/254.28（原预测 169.65/201.24/246.19）亿元，同比增速分别为 23.2%/31.5%/24.2%；归母净利润分别为 41.93/60.89/75.67（原预测 52.69/62.39/76.28）亿元，同比增速分别为 36.0%/45.2%/24.3%；摊薄 EPS 分别为 2.21/3.20/3.98，当前股价对应 PE 为 22.3/15.3/12.3X。考虑到公司有望通过内生增长+外延并购实现黄金产量的持续快速增长，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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,026	12,639	15,566	20,467	25,428
(+/-%)	25.0%	40.0%	23.2%	31.5%	24.2%
净利润(百万元)	1,764	3,082	4,193	6,089	7,567
(+/-%)	119.5%	74.7%	36.0%	45.2%	24.3%
每股收益(元)	1.06	1.62	2.21	3.20	3.98
EBIT Margin	32.4%	41.2%	47.7%	51.0%	51.0%
净资产收益率(ROE)	22.3%	23.0%	25.6%	29.5%	29.2%
市盈率(PE)	46.3	30.3	22.3	15.3	12.3
EV/EBITDA	21.9	15.9	11.3	8.5	7.0
市净率(PB)	10.32	6.95	5.71	4.53	3.60

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

yangyaohong@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	49.09 元
总市值/流通市值	93291/93291 百万元
52 周最高价/最低价	51.99/25.00 元
近 3 个月日均成交额	2524.88 百万元

市场走势



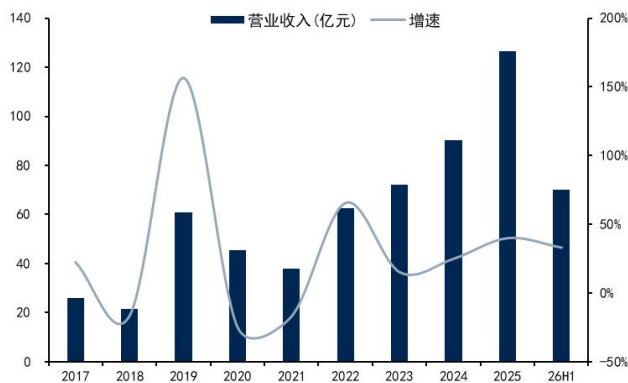
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《赤峰黄金（600988.SH）年报点评：2025 年业绩实现高增长，2026 年将加大投入夯实基础》——2026-03-28
- 《赤峰黄金（600988.SH）三季报点评：三季度业绩兑现度高，四季度有望再次实现量价齐增》——2025-10-26
- 《赤峰黄金（600988.SH）半年报点评：上半年量减价增，下半年有望迎量价齐增》——2025-08-24
- 《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》——2025-03-31
- 《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

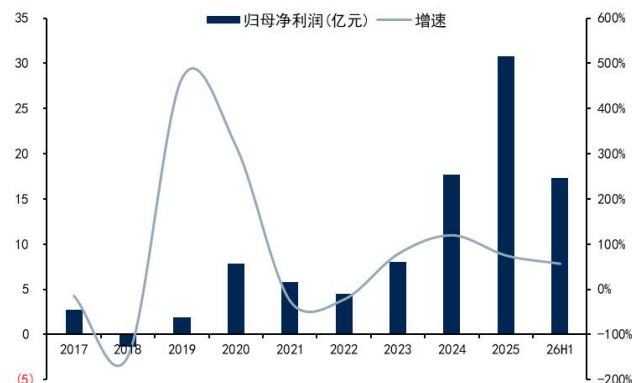
公司发布 2026 年半年报：上半年实现营收 70.18 亿元，同比+33.11%；实现归母净利润 17.32 亿元，同比+56.50%；实现扣非净利润 17.38 亿元，同比+56.34%。其中公司于 26Q2 实现营收 34.63 亿元，同比+20.90%，环比-2.56%；实现归母净利润 7.44 亿元，同比+19.34%，环比-24.71%；实现扣非净利润 7.54 亿元，同比+20.83%，环比-23.37%。

图1：公司营业收入及增速



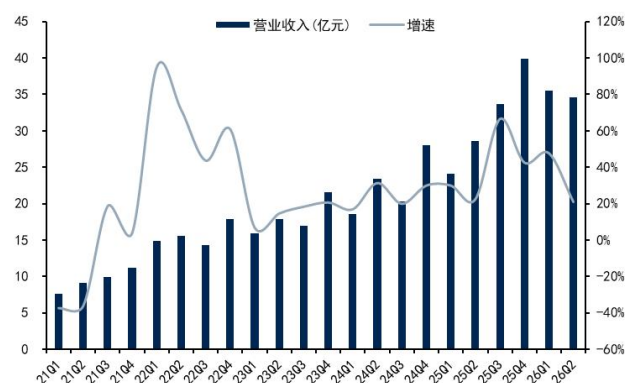
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



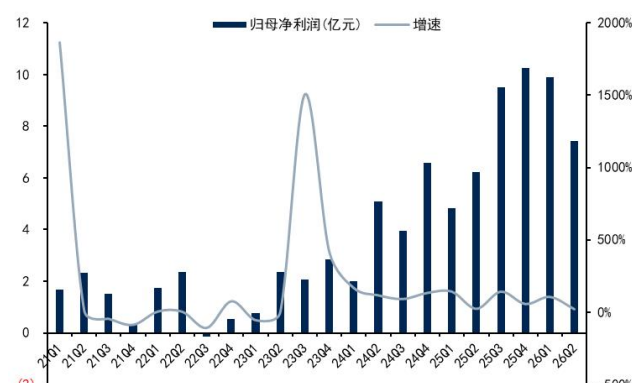
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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



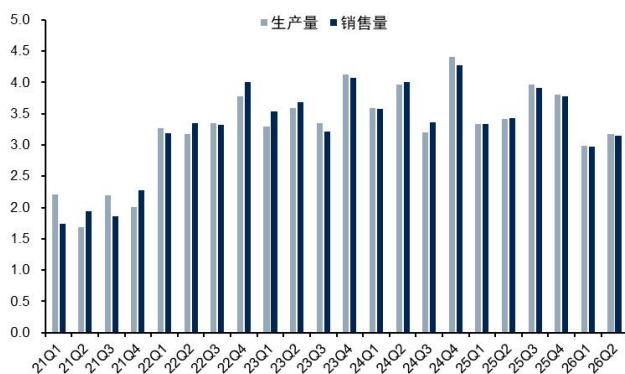
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产销量数据方面：上半年，矿产金产量 6.15 吨，同比-8.96%，其中 26Q1/Q2 产量分别为 2.98/3.17 吨，Q2 环比+6.38%；矿产金销量 6.13 吨，同比-9.45%，其中 26Q1/Q2 销量分别为 2.98/3.15 吨，Q2 环比+5.70%。上半年，公司境内外重点新建及技改项目按计划稳步实施，受技改、新建项目及国内安全监管升级等因素影响，上半年产量低于预算。另外公司上半年实现电解铜产量约 5399 吨，同比+92.92%，销量约 5220 吨，同比+83.66%。公司 2026 年产销量目标是黄金 14.7 吨，电解铜 1.1 万吨。展望今年下半年，公司将重点着力推动技改攻坚与产量恢复、扩产建设与产能爬坡、审批突破与新区开拓。

售价和成本方面：上半年，公司黄金售价约 1008.5 元/克，相较于沪金均值 1039.5 元/克，折扣率仅为 2.98%，由于金星瓦萨有金属流业务，即金星瓦萨黄金产量 10.5%按黄金现货价格 20%销售，考虑上这个因素后公司黄金售价兑现度高。成本方面，公司黄金单位营业成本 383.44 元/克，同比+20.18%，单位全维持成本 481.45

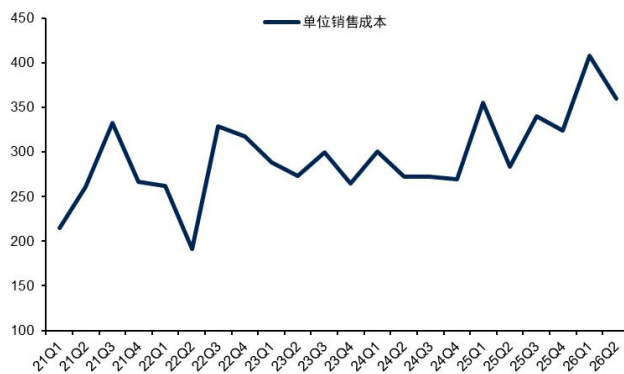
元/克，同比+35.46%。自产金单位成本同比上升较多，主因：1）税费提高。金价上涨带动主营业务收入增加，导致资源税、权益金及可持续发展税同比增加，叠加加纳 2026 年 4 月资源税由 5%调整为 5%-12%阶梯税率，进一步拉高单位成本；2）部分矿山技改、大规模检修等影响黄金产量。如吉隆矿业提升系统单绳改多绳及五龙矿业多条盲竖井改造均导致出矿受限，老挝塞班金铜矿选厂一年一次的例行大规模检修加之其中一台高温氧化釜进行计划内停机检修，导致矿石处理量下降。产金量同比下降，固定成本分摊增加，导致单位成本上升。矿山技改和设备检修均属于年度计划内工作，公司积极组织勘探、采选、技改及设备检修等各项工作，老挝塞班金铜矿选厂检修已于一季度完成，各项技改工程按计划推进。

图5：公司矿产金单季产销量(吨)



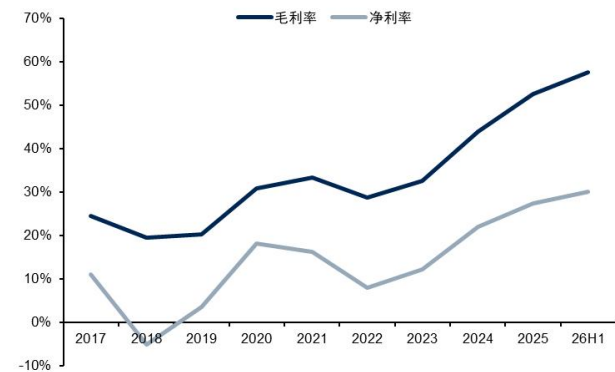
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司矿产金单季单位销售成本(元/克)



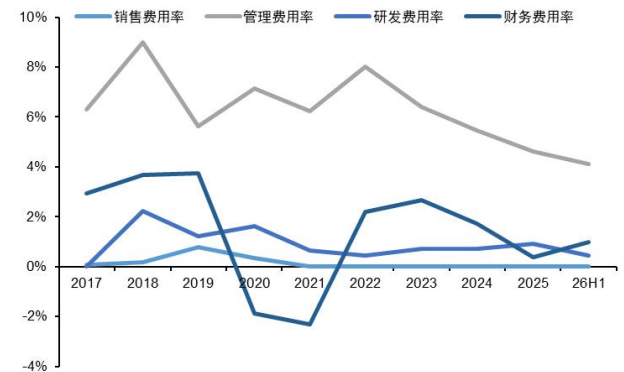
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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截止至 2026 年二季度，公司资产负债率为 29.62%；在手货币资金 60.33 亿元，同比+17.71%；在手存货 29.57 亿元，同比+7.04%；公司现金流非常充裕；②期间费用方面，今年上半年，公司管理费用约 2.88 亿元，同比+12.74%；研发费用约 3081 万元，同比-24.87%；财务费用约 6780 万元，同比+81.19%，主要系汇兑损失增加所致。

公司持续推进矿山重点开发建设项目：1）吉隆矿业探矿增储成效显著，兴隆矿新建竖井于 3 月份开工，新增 6 万吨/年地下开采扩建项目可研报告已编制完成。2）五龙矿业新建尾矿库隧洞掘进完成过半，坑探见矿效果良好，选矿回收率保持 90%

以上，选矿工艺改造试验同步推进。3) 华泰矿业 3 万吨/年地下开采扩建项目稳步推进，一采区完成发改委立项评审，行政审批工作稳步推进。4) 锦泰矿业二期扩建项目(堆浸场、排土场、破碎站、应急池、V4 矿体)全面推进。5) 万象矿业卡农原生铜项目按计划推进，磨矿系统土建施工已启动，铜精矿焙烧及制酸项目可行性研究报告已完成并提交审查；SND 金铜矿项目取得重大资源突破，黄金当量金属资源量由首次评估的 107 吨增至 260 吨。6) 金星瓦萨井下采矿量稳步提升、品位控制持续优化，井下+露天合计可达 13000 吨/天；新建 ADK 斜坡道项目已达到首采水平，下半年预计可贡献 18 万吨矿石；地下钻探发现高品位厚大矿化带，推断资源量持续增加；启动深井开采可行性研究。

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司 2026-2028 年营收分别为 155.66/204.67/254.28 (原预测 169.65/201.24/246.19) 亿元，同比增速分别为 23.2%/31.5%/24.2%；归母净利润分别为 41.93/60.89/75.67 (原预测 52.69/62.39/76.28) 亿元，同比增速分别为 36.0%/45.2%/24.3%；摊薄 EPS 分别为 2.21/3.20/3.98，当前股价对应 PE 为 22.3/15.3/12.3X。考虑到公司有望通过内生增长+外延并购实现黄金产量的持续快速增长，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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2747	6821	9976	13576	18512	营业收入	9026	12639	15566	20467	25428
应收款项	683	535	659	866	1076	营业成本	5069	6008	6475	7827	9727
存货净额	2540	2685	2964	3690	4665	营业税金及附加	473	727	1012	1330	1653
其他流动资产	423	190	234	308	383	销售费用	0	0	2	2	3
流动资产合计	6404	10251	13853	18460	24655	管理费用	492	584	1116	1302	1491
固定资产	7077	7852	8697	10425	12034	研发费用	64	117	62	82	102
无形资产及其他	6319	6294	5770	5245	4721	财务费用	155	48	140	184	229
投资性房地产	524	575	575	575	575	投资收益	79	(80)	10	10	10
长期股权投资	4	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	21	(337)	30	30	30
资产总计	20329	24981	28903	34713	41994	其他收入	(6)	(447)	465	465	465
短期借款及交易性金融负债	1507	895	1000	1000	1000	营业利润	2824	4963	7264	10244	12728
应付款项	685	854	943	1174	1484	营业外净收支	(5)	(37)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	1860	1975	2251	2815	3554	利润总额	2819	4926	7254	10234	12718
流动负债合计	4051	3724	4194	4989	6038	所得税费用	833	1478	2321	3070	3815
长期借款及应付债券	600	70	70	70	70	少数股东损益	222	365	740	1075	1335
其他长期负债	4955	4677	4677	4677	4677	归属于母公司净利润	1764	3082	4193	6089	7567
长期负债合计	5554	4747	4747	4747	4747	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	9605	8470	8940	9736	10784	净利润	1764	3082	4193	6089	7567
少数股东权益	2806	3095	3613	4366	5300	资产减值准备	5	225	36	51	51
股东权益	7917	13415	16350	20612	25909	折旧摊销	1239	1186	1613	1717	1834
负债和股东权益总计	20329	24981	28903	34713	41994	公允价值变动损失	26	(112)	30	30	30
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	170	132	140	184	229
每股收益	1.06	1.62	2.21	3.20	3.98	营运资本变动	(520)	411	(46)	(161)	(160)
每股红利	0.16	0.21	0.66	0.96	1.19	其它	754	764	482	701	884
每股净资产	4.76	7.06	8.60	10.85	13.63	经营活动现金流	3268	5556	6308	8427	10206
ROIC	18%	25%	34%	56%	63%	资本开支	(1520)	(2327)	(2000)	(3000)	(3000)
ROE	22%	23%	26%	30%	29%	其它投资现金流	561	17	0	0	0
毛利率	44%	52%	58%	62%	62%	投资活动现金流	(958)	(2310)	(2000)	(3000)	(3000)
EBIT Margin	32%	41%	48%	51%	51%	权益性融资	30	2921	0	0	0
EBITDA Margin	46%	51%	58%	59%	58%	负债净变化	(822)	(530)	0	0	0
收入增长	25%	40%	23%	31%	24%	支付股利、利息	(266)	(396)	(1258)	(1827)	(2270)
净利润增长率	119%	75%	36%	45%	24%	其它融资现金流	(38)	(1023)	105	0	0
资产负债率	61%	46%	43%	41%	38%	融资活动现金流	(1097)	972	(1153)	(1827)	(2270)
股息率	0.3%	0.4%	1.3%	2.0%	2.4%	现金净变动	1242	4186	3155	3600	4935
P/E	46.3	30.3	22.3	15.3	12.3	货币资金的期初余额	1275	2517	6821	9976	13576
P/B	10.3	7.0	5.7	4.5	3.6	货币资金的期末余额	2517	6703	9976	13576	18512
EV/EBITDA	21.9	15.9	11.3	8.5	7.0	企业自由现金流	1657	3668	4616	5869	7757
						权益自由现金流	1137	2549	4723	5891	7810

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

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