

赤峰黄金 (600988.SH)

强烈推荐 (维持)

一季度利润同比承压，期待降本增效进展

周期/金属及材料
当前股价：16.57 元

4月28日公司发布2023年一季度报：公司2023年一季度实现营业收入15.9亿元，同比+6.7%，实现归母净利润0.75亿元，同比-56.8%，实现扣非归母净利润1.3亿元，同比-22.6%。

基础数据

总股本(万股)	166391
已上市流通股(万股)	166391
总市值(亿元)	276
流通市值(亿元)	276
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	6.8
资产负债率	57.8%
主要股东	李金阳
主要股东持股比例	11.44%

□ **量：黄金矿产量微增，电解铜下降明显。**2023年一季度公司矿山金产销量分别为3.29吨和3.54吨，同比+0.81%和+11.25%，主因金星瓦萨纳入合并，电解铜因铜矿石入选品位和回收率降低而产销量同比下降明显，产销分别为1109和1089吨，同比-48.58%和-52.98%。子公司瀚丰矿业因生产设施改造，一季度未生产铜/铅/锌精粉，目前已恢复正常生产。

□ **成本：2023一季度矿山金销售成本288元/克，同比+9.86%，主因金星瓦萨折旧摊销增加以及万象矿业电费、部分材料费上涨；现金成本216元/克，同比+8.77%，主因万象矿业电费、部分材料费价格上涨；全维持成本268元/克，同比-7.85%，主因公司严格管控维持性资本支出取得成效；电解铜销售成本4.9万元/吨，同比+76.23%，主因万象矿业铜矿石入选品位和回收率降低。**

□ **黄金租赁融资业务受金价上涨影响形成较大非经常性损失：**公司因融资目的与银行签订黄金租赁合同，租入黄金并通过上海黄金交易所交易系统卖出，到期日前买入相同数量和规格的黄金并偿还银行，因此金价上涨会带来浮亏，受2023Q1黄金价格上涨影响，公司公允价值变动收益为-0.54亿元。

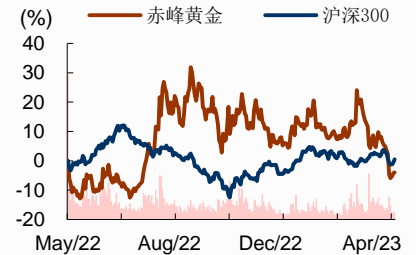
□ **降本增效取得积极进展：**金星瓦萨因2022年下半年加密勘探间距和品位控制模型调整所引起的矿房矿石量和品位波动，自今年3月以来已逐渐得到控制和改善，成立专项小组优化井下开采管理及品位控制模型，产量和成本指标有望在未来几个季度持续改善；国内矿山子公司吉隆矿业采出矿石品位在2022Q3出现较大下滑，2023Q1入选品位较2022年全年平均品位提高40%以上，五龙矿业黄金产量较上年同期增长约15%；万象矿业选矿回收率持续攻关，2023Q1金选矿回收率约66.5%，并有进一步提升空间。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**预计2023-25年归母净利润8.2/12.3/15.3亿元，对应市盈率33/22/18倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**贵金属价格下行、投产项目进度不达预期、公司矿山或同业事故性风险、地缘政治风险、汇兑风险、租赁融资业务亏损风险等。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	-14	-6
相对表现	-18	-28	-9



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《赤峰黄金(600988)：降本效果显著，稀土资源开发迎新进展》
2022-08-14
- 《赤峰黄金(600988)-海外布局持续放量，成本有较大下降空间》
2022-05-16

刘文平 S1090517030002

liuwenping@cmschina.com.cn

赖如川 研究助理

lairuchuan@cmschina.com.cn

刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

贾宏坤 S1090522090001

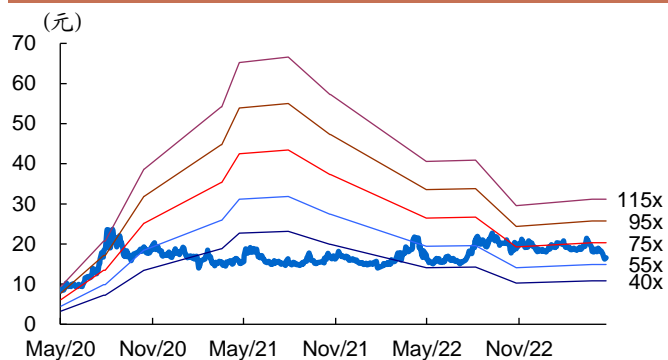
jiahongkun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3783	6267	7344	8142	9192
同比增长	-17%	66%	17%	11%	13%
营业利润(百万元)	747	852	1826	2709	3381
同比增长	-26%	14%	114%	48%	25%
归母净利润(百万元)	583	451	824	1230	1531
同比增长	-26%	-23%	83%	49%	24%
每股收益(元)	0.35	0.27	0.50	0.74	0.92
PE	47.3	61.1	33.4	22.4	18.0
PB	6.0	5.3	4.6	3.8	3.1

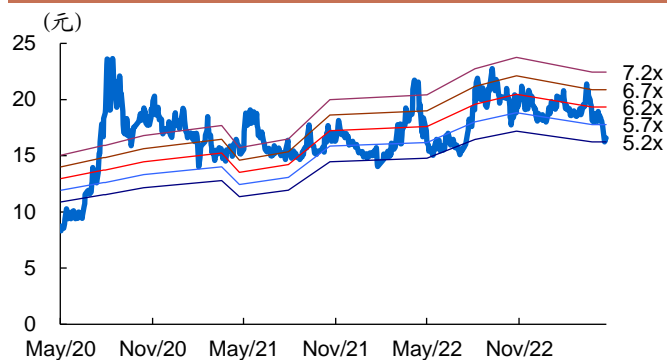
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 赤峰黄金历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 赤峰黄金历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《赤峰黄金 (600988): 降本效果显著, 稀土资源开发迎新进展》2022-08-14
- 2、《赤峰黄金 (600988)-海外布局持续放量, 成本有较大下降空间》2022-05-16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3758	4109	3902	3817	4080
现金	1825	1285	1000	1000	1000
交易性投资	18	49	49	49	49
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	25	369	410	455	513
其它应收款	383	53	63	69	78
存货	1412	2165	2176	2035	2206
其他	96	189	205	210	233
非流动资产	4295	13435	15241	16655	17756
长期股权投资	2	358	358	358	358
固定资产	2439	5185	7669	9693	11342
无形资产商誉	1223	6775	6098	5488	4939
其他	632	1117	1117	1117	1117
资产总计	8054	17544	19143	20473	21836
流动负债	1342	3280	3831	3611	3042
短期借款	0	488	1411	1291	600
应付账款	440	851	859	803	871
预收账款	5	62	63	59	63
其他	897	1878	1498	1458	1507
长期负债	1711	6856	6856	6856	6856
长期借款	0	1514	1514	1514	1514
其他	1711	5342	5342	5342	5342
负债合计	3053	10136	10687	10467	9898
股本	1664	1664	1664	1664	1664
资本公积金	627	326	326	326	326
留存收益	2330	3198	4022	5253	6783
少数股东权益	381	2221	2444	2764	3165
归属于母公司所有者权益	4620	5188	6012	7242	8773
负债及权益合计	8054	17544	19143	20473	21836

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	755	1090	2728	3684	4231
净利润	614	494	1048	1550	1932
折旧摊销	777	1347	1640	2034	2349
财务费用	13	149	150	164	140
投资收益	(14)	(62)	(54)	(54)	(54)
营运资金变动	(675)	(887)	(66)	(17)	(144)
其它	40	49	10	8	9
投资活动现金流	(278)	(3984)	(3401)	(3401)	(3401)
资本支出	(1342)	(1918)	(3455)	(3455)	(3455)
其他投资	1064	(2066)	54	54	54
筹资活动现金流	56	2225	387	(284)	(831)
借款变动	(85)	1486	537	(120)	(691)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(301)	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	141	1040	(150)	(164)	(140)
现金净增加额	533	(669)	(285)	0	0

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3783	6267	7344	8142	9192
营业成本	2524	4472	4511	4219	4575
营业税金及附加	158	284	333	369	417
营业费用	1	1	1	1	1
管理费用	235	502	589	653	737
研发费用	25	28	32	36	41
财务费用	(87)	137	150	164	140
资产减值损失	(194)	(45)	45	(45)	45
公允价值变动收益	(2)	(12)	(12)	(12)	(12)
其他收益	2	4	4	4	4
投资收益	14	62	62	62	62
营业利润	747	852	1826	2709	3381
营业外收入	42	8	8	8	8
营业外支出	18	38	38	38	38
利润总额	771	822	1796	2679	3351
所得税	157	328	748	1129	1419
少数股东损益	31	43	224	320	401
归属于母公司净利润	583	451	824	1230	1531

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	-17%	66%	17%	11%	13%
营业利润	-26%	14%	114%	48%	25%
归母净利润	-26%	-23%	83%	49%	24%
获利能力					
毛利率	33.3%	28.6%	38.6%	48.2%	50.2%
净利率	15.4%	7.2%	11.2%	15.1%	16.7%
ROE	13.4%	9.2%	14.7%	18.6%	19.1%
ROIC	10.3%	7.5%	10.6%	13.5%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	37.9%	57.8%	55.8%	51.1%	45.3%
净负债比率	2.7%	13.6%	15.3%	13.7%	9.7%
流动比率	2.8	1.3	1.0	1.1	1.3
速动比率	1.7	0.6	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	2.3	2.5	2.1	2.0	2.2
应收账款周转率	227.0	31.8	18.9	18.8	19.0
应付账款周转率	7.3	6.9	5.3	5.1	5.5
每股资料(元)					
EPS	0.35	0.27	0.50	0.74	0.92
每股经营净现金	0.45	0.66	1.64	2.21	2.54
每股净资产	2.78	3.12	3.61	4.35	5.27
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	47.3	61.1	33.4	22.4	18.0
PB	6.0	5.3	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	37.5	23.4	11.0	8.1	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

贾宏坤：招商证券有色研究员。同济大学硕士，CFA，FRM，曾就职于天风证券。2021年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。