

赤峰黄金 (600988.SH)

大幅增产叠加金价中枢上移，公司业绩仍具有弹性

事件：公司于3月30日晚披露2022年度报告，2022年全年实现营业收入62.67亿元，同比增长65.7%；实现归母净利润4.51亿元，同比下滑22.6%；实现扣非归母净利润4.01亿元，同比下滑24.9%；成本端看：全年营业成本44.71亿元，同比上涨77.13%；管理费用5.02亿元，同比上涨113.5%。公司营收水平实现大幅增长，但成本端高企削弱了公司的盈利表现，近期看随着降本增效不断推进与主力矿山扩产，或受益于“量价齐升”修复逻辑。

综合成本上涨叠加税费与摊销增长拖累业绩表现。2022年，金属冶炼原材料价格与能源价格大幅上涨并传导至生产成本上，以及部分主力矿山品位出现下滑，老挝 Sepon 矿年内持续推进“地上转地下”工程导致矿石品质不稳定，提升了矿石采选难度；叠加 Sepon 矿新建地下采矿基础设施以及金星资源并购过程中计提摊销费用大幅增加，公司综合生产成本显著升高。同时由于金星资源被纳入并表范围后有效税负率上行，公司全年所得税3.28亿元，同比上涨108.9%，成本高企下税费负担与计提摊销拖累盈利表现。

“扩产增量”逻辑保障公司弹性；利润下滑风险出清后业绩改善可期。公司2022年全年实现矿产金产量13.57吨，同比大幅增长67.6%，跨过年产金10吨大关；全年实现电解铜产量0.64万吨，同增28.16%，黄金增产明显。主力矿山 Sepon 矿矿石开采从过渡矿转向地下原生矿，矿石品位提升且杂质因素趋稳，预期实现年处理矿石300万吨并将回收率从目前64%提升并稳定至80%，公司降本增效逻辑持续兑现；叠加加纳 Wassa 矿“双万计划”持续推进，现已开始建设年采选量330万吨扩产项目；国内吉隆矿18万吨/年采选扩建与溪灯坪矿一期14万吨/年采选项目推进建设，整体看公司矿产金增产规划清晰，风险因素出清后公司黄金业务“量价齐升”弹性可期。

美联储边际持续紧缩已行至尾声；黄金迎来确定性配置期。美联储3月仍维持原有节奏加息25BP，同时长短端国债利率倒挂不断扩大限制了短期实际利率上限，联储未来加息空间已见顶；叠加美银行业板块震动暴露出流动性风险，持续提示联储高息环境的不可持续性，货币紧缩周期或已行至尾声。市场累积宽松预期，金价在2023年仍有较大上行空间，利好黄金矿企公司。

盈利预测：考虑公司黄金增产明晰以及降本增效持续推进，成本扰动逐步消退，叠加货币政策宽松预期下金价上行逻辑凸显；预计公司2023-2025年营收分别为74.77/82.15/89.29亿元，归母净利润分别为10.39/13.98/15.26亿元，对应PE水平分别为28.8/21.4/19.6倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险、项目建设不及预期风险、货币政策紧缩风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,783	6,267	7,477	8,215	8,929
增长率 yoy (%)	-17.0	65.7	20.9	16.8	11.5
归母净利润(百万元)	583	451	1,039	1,398	1,526
增长率 yoy (%)	-25.7	-22.6	130.3	34.6	9.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.35	0.27	0.62	0.84	0.92
净资产收益率 (%)	12.3	6.7	12.4	15.8	15.1
P/E (倍)	51.4	66.4	28.8	21.4	19.6
P/B (倍)	6.5	5.8	4.8	3.9	3.3

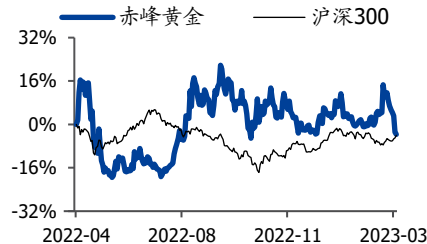
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年4月3日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	贵金属
前次评级	买入
4月3日收盘价(元)	18.00
总市值(百万元)	29,950.40
总股本(百万股)	1,663.91
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	37.07

股价走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号: S0680521030003

邮箱: wangqi3538@gszq.com

研究助理 马越

执业证书编号: S0680121100007

邮箱: mayue@gszq.com

相关研究

- 《赤峰黄金(600988.SH):二期员工持股绑定核心团队,彰显公司未来信心》2023-02-14
- 《赤峰黄金(600988.SH):税费增加叠加短期成本波动拖累三季度业绩表现,长期降本增产路线仍明晰》2022-11-02
- 《赤峰黄金(600988.SH):二次创业,打造面向全球的成长型黄金矿企》2022-10-21



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3758	4109	4100	5281	5796
现金	1825	1285	2007	2213	3333
应收票据及应收账款	25	369	101	415	146
其他应收款	383	53	467	105	517
预付账款	50	100	79	117	96
存货	1412	2165	1308	2292	1566
其他流动资产	63	138	138	138	138
非流动资产	4295	13435	14228	14290	14385
长期投资	2	358	713	1067	1421
固定资产	2439	5185	5696	5640	5514
无形资产	1181	6733	6706	6537	6461
其他非流动资产	674	1159	1114	1046	988
资产总计	8054	17544	18328	19571	20180
流动负债	1342	3280	3286	3270	2418
短期借款	0	488	1487	488	488
应付票据及应付账款	440	851	403	897	496
其他流动负债	901	1940	1396	1884	1433
非流动负债	1711	6856	6585	6252	5926
长期借款	0	1514	1243	909	583
其他非流动负债	1711	5342	5342	5342	5342
负债合计	3053	10136	9871	9521	8343
少数股东权益	381	2221	2230	2424	2686
股本	1664	1664	1664	1664	1664
资本公积	627	627	627	627	627
留存收益	2760	3211	4260	5852	7640
归属母公司股东权益	4620	5188	6227	7625	9151
负债和股东权益	8054	17544	18328	19571	20180

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	755	1090	2950	3992	4241
净利润	614	494	1049	1592	1788
折旧摊销	777	1347	1909	2223	2575
财务费用	-87	137	213	209	161
投资损失	-14	-62	-39	-52	-42
营运资金变动	-875	-181	-187	9	-248
其他经营现金流	341	-645	6	10	7
投资活动现金流	-278	-3984	-2669	-2244	-2635
资本支出	1342	1918	438	-292	-260
长期投资	-15	-366	-355	-355	-354
其他投资现金流	1050	-2432	-2585	-2891	-3249
筹资活动现金流	56	2225	-559	-542	-487
短期借款	-165	488	0	0	0
长期借款	-26	1514	-271	-334	-326
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	247	223	-288	-209	-161
现金净增加额	531	-655	-277	1206	1119

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3783	6267	7477	8215	8929
营业成本	2524	4472	4342	4501	4824
营业税金及附加	158	284	355	407	460
营业费用	1	1	2	2	2
管理费用	235	502	636	679	749
研发费用	25	28	85	74	91
财务费用	-87	137	213	209	161
资产减值损失	-192	-42	290	0	0
其他收益	2	4	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-12	-6	-10	-7
投资净收益	14	62	39	52	42
资产处置收益	0	-2	0	0	0
营业利润	747	852	1587	2386	2677
营业外收入	42	8	13	16	20
营业外支出	18	38	35	25	29
利润总额	771	822	1565	2377	2668
所得税	157	328	516	784	881
净利润	614	494	1049	1592	1788
少数股东损益	31	43	10	194	261
归属母公司净利润	583	451	1039	1398	1526
EBITDA	1493	2260	3530	4632	5214
EPS (元)	0.35	0.27	0.62	0.84	0.92

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-17.0	65.7	20.9	16.8	11.5
营业利润(%)	-26.5	14.1	86.2	50.4	12.2
归属于母公司净利润(%)	-25.7	-22.6	130.3	34.6	9.1
获利能力					
毛利率(%)	33.3	28.6	41.9	45.2	46.0
净利率(%)	15.4	7.2	13.9	17.0	17.1
ROE(%)	12.3	6.7	12.4	15.8	15.1
ROIC(%)	11.6	6.5	10.7	15.8	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	37.9	57.8	53.9	48.7	41.3
净负债比率(%)	-30.7	27.1	22.9	3.9	-8.9
流动比率	2.8	1.3	1.2	1.6	2.4
速动比率	1.7	0.5	0.8	0.9	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	227.2	31.8	31.8	31.8	31.8
应付账款周转率	7.3	6.9	6.9	6.9	6.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.27	0.62	0.84	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.66	1.77	2.40	2.55
每股净资产(最新摊薄)	2.78	3.12	3.74	4.58	5.50
估值比率					
P/E	51.4	66.4	28.8	21.4	19.6
P/B	6.5	5.8	4.8	3.9	3.3
EV/EBITDA	19.3	15.1	9.7	7.1	6.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 3 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com