

2022年11月13日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

短期金矿成本上升影响业绩，长期产能值得期待

—赤峰黄金（600988.SH）公司事件点评报告

买入(首次)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
联系人：杜飞 S1050121110003
dufei2@cfsc.com.cn

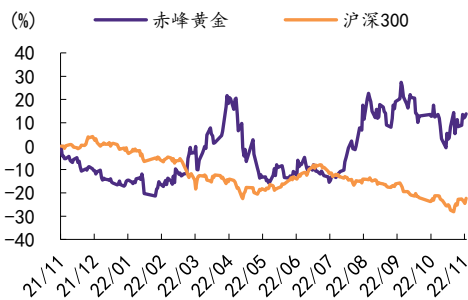
赤峰黄金发布公告：2022 年前三季度营业总收入 44.76 亿元，同比增长 67.74%；归母净利润 3.96 亿元，同比下滑-28.10%；扣除非经常性损益的归母净利润为 4.22 亿元，同比下滑 26.84%。

基本数据

2022-11-11

当前股价(元)	21.18
总市值(亿元)	352
总股本(百万股)	1664
流通股本(百万股)	1664
52周价格范围(元)	14.04-22.75
日均成交额(百万元)	840.38

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

投资要点

■ 三季度毛利率下滑，但黄金产量实现大幅上升

三季度毛利率下降，主因黄金成本大幅上升。公司 2022 年 Q1-Q3 分季度营收分别为 14.88、15.59、14.30 亿元；归母净利润分别为 1.74、2.37、-0.15 亿元；毛利率分别为 34.2%、49.4%、12.1%。通过我们计算，公司上半年黄金单位成本为 225.95 元/克，三季度则上升到了 328.52 元/克。

从产量来看，公司 2022 年 Q1-Q3 分季度矿产黄金产量分别为 3.26、3.17、3.35 吨；销量分别为 3.18、3.34、3.32 吨。前三季度矿产金合计产量为 9.78 吨，同比增长 60.59%；合计销量为 9.85 吨，同比增长 78.32%。

■ 国内挖掘吉隆、五龙矿业扩产潜力

截止至 2021 年年报，公司境内黄金矿业子公司包括吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业，共计拥有 8 总采矿权和 14 总采矿权，合计黄金资源量 52.57 吨。

五龙矿业在 2021 年年底完成了选矿能力从 1200 吨/日到 3000 吨/日的扩产竣工，目前处于爬产期，预计 2024 年实现 3000 吨/日的满产。

吉隆矿业在今年开启新增 18 万吨采选能力扩建，预计建设期为 18 个月。投产后总采选产能达到 1000 吨/日，折合年产能 30 万吨/年。

■ 海外矿进一步布局，产能开始发力

公司的境外子公司万象矿业所辖 Sepon 铜金矿位于老挝，保有黄金资源量 158 吨。目前万象矿业用于金、铜两条独立生产线，矿石处理能力达到 300 万吨/年。新产能方面，目前 Discovery 采区深部斜坡道开工，预计明年投产后新增产能 120 万吨/年。

此外，公司 1 月完成金星资源 62% 股权交割，从而拥有旗下位于加纳的瓦萨金矿，其保有黄金资源量为 364.8 吨。年内，公司计划金星瓦萨在今年交割后的 11 个月实现 5.2 吨

产量。以金星瓦萨资源条件为基础，公司制定了“日选矿石1万吨，年产黄金1万公斤”的“双万计划”，力争三至五年内将金星瓦萨打造成年产不低于10吨的大型黄金矿山。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.29、12.19、16.14 亿元，EPS 分别为 0.50、0.73、0.97 元，当前股价对应 PE 分别为 42.5、28.9、21.8 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 黄金价格大幅下跌；2) 产能建设进度不及预期；3) 疫情影响开工和运输等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,783	6,616	7,862	9,063
增长率（%）	-17.0%	74.9%	18.8%	15.3%
归母净利润（百万元）	583	829	1,219	1,614
增长率（%）	-25.7%	42.3%	47.0%	32.5%
摊薄每股收益（元）	0.35	0.50	0.73	0.97
ROE（%）	11.6%	14.0%	16.7%	17.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,825	3,382	4,893	6,895
应收款	408	1,076	1,063	977
存货	1,412	2,581	2,886	3,218
其他流动资产	113	185	217	247
流动资产合计	3,758	7,224	9,059	11,338
非流动资产:				
金融类资产	18	18	18	18
固定资产	2,439	2,538	2,473	2,350
在建工程	436	174	70	28
无形资产	1,181	1,122	1,063	1,007
长期股权投资	2	2	2	2
其他非流动资产	238	238	238	238
非流动资产合计	4,295	4,074	3,846	3,625
资产总计	8,054	11,297	12,905	14,962
流动负债:				
短期借款	0	350	400	450
应付账款、票据	440	805	900	1,004
其他流动负债	897	897	897	897
流动负债合计	1,342	2,060	2,206	2,361
非流动负债:				
长期借款	0	1,600	1,700	1,800
其他非流动负债	1,711	1,711	1,711	1,711
非流动负债合计	1,711	3,311	3,411	3,511
负债合计	3,053	5,371	5,617	5,872
所有者权益				
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
股东权益	5,001	5,927	7,288	9,090
负债和所有者权益	8,054	11,297	12,905	14,962

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	614	942	1385	1835
少数股东权益	31	113	166	220
折旧摊销	773	222	225	218
公允价值变动	-2	5	5	5
营运资金变动	-662	-1541	-227	-172
经营活动现金净流量	755	-259	1554	2106
投资活动现金净流量	-278	163	169	165
筹资活动现金净流量	1079	1934	126	118
现金流量净额	1,557	1,837	1,849	2,389

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,783	6,616	7,862	9,063
营业成本	2,524	4,316	4,805	5,345
营业税金及附加	158	298	354	408
销售费用	1	10	12	14
管理费用	235	595	590	589
财务费用	-87	-9	-45	-94
研发费用	25	53	63	73
费用合计	174	650	620	581
资产减值损失	-192	-65	-75	-80
公允价值变动	-2	5	5	5
投资收益	14	6	6	6
营业利润	747	1,298	2,018	2,659
加:营业外收入	42	9	10	12
减:营业外支出	18	50	50	50
利润总额	771	1,256	1,979	2,621
所得税费用	157	314	594	786
净利润	614	942	1,385	1,835
少数股东损益	31	113	166	220
归母净利润	583	829	1,219	1,614

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	-17.0%	74.9%	18.8%	15.3%
归母净利润增长率	-25.7%	42.3%	47.0%	32.5%
盈利能力				
毛利率	33.3%	34.8%	38.9%	41.0%
四项费用/营收	4.6%	9.8%	7.9%	6.4%
净利率	16.2%	14.2%	17.6%	20.2%
ROE	11.6%	14.0%	16.7%	17.8%
偿债能力				
资产负债率	37.9%	47.5%	43.5%	39.2%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	9.3	6.1	7.4	9.3
存货周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
每股数据(元/股)				
EPS	0.35	0.50	0.73	0.97
P/E	60.5	42.5	28.9	21.8
P/S	9.3	5.3	4.5	3.9
P/B	7.6	6.5	5.3	4.3

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。