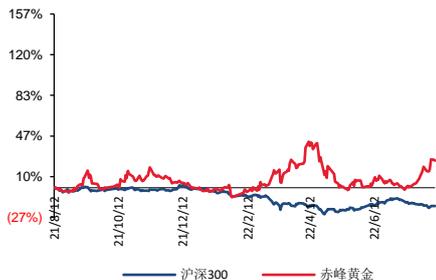


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	19.92
总股本/流通股本(亿股)	16.64/15.35
总市值/流通市值(亿元)	358/331
52周高/低(元)	22.55/13.50
第一大股东	李金阳
持股比例	11.19%
资产负债率(%)	37.9%
市盈率PE	60.30

研究所

分析师：李帅华

SAC 登记编号：S1340522060001

Email: lishuaihua@cnpsec.com

赤峰黄金 (600988.SH):
收购矿山逐步放量，降本增厚利润
● 投资要点

营收同比增长 82.12%，受益于上半年黄金量价齐升。公司发布 2022 半年报，公司上半年实现营业收入 30.46 亿元，较上年同期增长 82.12%，主要在于黄金量价齐升及金星资源纳入合并范围；归属于上市公司股东的净利润 4.11 亿元，较上年同期增长 2.50%；扣非归母净利润 4.11 亿元，同比下降 1.36%。2022 Q2，公司实现营收 15.58 亿元，同比增长 71.3%、环比增长 4.7%；归母净利润 2.37 亿元，同比上涨 2.0%、环比增长 36.1%；扣非归母净利 2.41 亿元，同比下降 2.6%、环比增长 42.2%。

矿产金产销量大幅增长，克金单位成本环比下降。2022 年上半年公司矿产金产销量分别为 6.44 吨和 6.53 吨，分别较上年同期增长 64.95%和 77.84%，克金单位销售成本为 225.95 元/克，较上年同期下降 5.50%，较 2021 年度下降 16.10%；电解铜产销量分别为 0.37 万吨和 0.38 吨，分别较上年同期增长 161.13%和 176.54%，电解铜单位销售成本为 3.17 万元，同比增长 13.62%。

万象矿业金选矿综合回收率由 2021 年的 50%左右提升至目前的 70%左右：随着闪速浮选、热浸项目及浮选尾矿炭浸项目逐步完成、优化，22H2 选矿回收率有望进一步提高。除此之外，上半年万象矿业 Discovery 采区深部斜坡道工程开工，预计明年投产后新增产能 120 万吨/年，开采深度为地表以下 450 米。

黄金业务增量可期，预计 2022 年矿产金产量达到 15.76 吨。金星 Wassa 矿山 2022 年度预算黄金产量由原管理层制定的 4.9 吨提升至 5.6 吨，其中交割后本年度 11 个月黄金产量目标 5.2 吨；**吉隆矿业：**年新增 18 万吨金矿石采选能力扩建项目启动实施，选厂日处理能力将由目前的 450 吨提升至 1000 吨；**五龙矿业：**3000 吨/日选矿厂已于 2021 年底正式竣工投产，选矿能力从 1200 吨/日跃升至 3000 吨/日。

通胀有望见顶，加息放缓，金价上行压力有所释放。市场对上个月美联储会议的表态作出了鸽派的解读，叠加通胀有望见顶，美联储有望放缓加息步伐，黄金价格上行压力有所缓解；结合市场对于美国经济增长预期堪忧，滞胀风险持续，我们预期美联储的货币政策到年

底或将转向，从“收紧”转向“宽松”，使得实际利率大幅下行，推动黄金价格大幅上涨。

● 盈利预测与估值

公司大力推进增储扩产项目建设，结合加息放缓，经济预期不佳，推动金价未来上涨。因此，公司有望迎来黄金量价齐升，业绩增长未来可期。

预计公司 2022/2023/2024 年实现营业收入 72.49 亿元、89.26 亿元、106.49 亿元，分别同比增长 91.65%/23.13%/19.31%；归母净利润分别为 13.54 亿元、19.16 亿元和 28.11 亿元，2022 年分别同比增长 18.68%/21.46%/26.39%，对应 EPS 分别为 0.81 元、1.15 元、1.69 元。对应 2022-2024E PE 分别为 24.48/17.30/11.79 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

黄金价格波动超预期；美国经济政策变动；公司产能建设不及预期。

公司财务及预测数据摘要	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	3782.62	7249.25	8926.23	10649.63
增速	-17.01%	91.65%	23.13%	19.31%
归属母公司股东净利润（百万）	582.58	1353.94	1915.6	2810.93
增速	15.40%	18.68%	21.46%	26.39%
毛利率	33%	38%	42%	45%
每股收益 EPS（元）	0.35	0.81	1.15	1.69
市盈率 PE	56.89	24.48	17.3	11.79
净资产收益率 ROE	13%	23%	24%	26%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 8 月 11 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	3783	7249	8926	10650	营业收入	3783	7249	8926	10650
营业成本	2524	4523	5206	5814	营业利润	747	1993	2781	3713
税金及附加	158	269	348	421	归属于母公司净利润	583	1354	1916	2811
销售费用	1	31	32	31	获利能力				
管理费用	235	401	529	626	毛利率	33%	38%	42%	45%
研发费用	25	71	78	93	净利率	15%	19%	21%	26%
财务费用	(87)	0	0	0	ROE	13%	23%	24%	26%
资产减值损失	(192)	0	0	0	ROIC	9%	21%	23%	25%
营业利润	747	1993	2781	3713	偿债能力				
营业外收入	42	0	0	0	资产负债率	38%	32%	30%	24%
营业外支出	18	0	0	0	流动比率	2.8	3.8	4.1	5.9
利润总额	771	1993	2781	3713	营运能力				
所得税	157	566	762	751	应收账款周转率	227	69	85	98
净利润	583	1354	1916	2811	存货周转率	2	2	2	2
归母净利润	583	1354	1916	2811	每股指标(元)				
每股收益(元)	0.35	0.81	1.15	1.69	每股收益	0.35	0.73	1.18	1.34
资产负债表					每股净资产	3.22	3.86	5.08	6.86
货币资金	1825	1385	4478	5921	估值比率				
交易性金融资产	18	18	18	18	PE	56.89	24.48	17.3	11.79
应收票据及应收账款	25	185	23	194	PB	7.17	5.55	4.2	3.1
预付款项	50	86	90	109	EV/EBITDA	16.25	16.21	10.49	7.45
存货	1412	2643	2053	3109	现金流量表				
流动资产合计	3758	5197	7744	10636	净利润	583	1354	1916	2811
固定资产	2439	2439	2439	2439	折旧和摊销	779	0	0	0
在建工程	436	436	436	436	经营活动现金流净额	755	(461)	3065	1412
无形资产	1181	1181	1181	1181	投资	274	0	0	0
非流动资产合计	4295	4295	4295	4295	资本性支出	(1340)	10	12	6
资产总计	8054	9492	12040	14932	其他	788	10	16	24
短期借款	0	0	0	0	投资活动现金流净额	(278)	20	28	31
应付票据及应付账款	440	296	695	517	债权融资	0	0	0	0
其他流动负债	869	1003	1124	1223	股权融资	(249)	0	0	0
流动负债合计	1342	1353	1882	1811	支付股利及利息	(12)	0	0	0
其他	1638	1638	1638	1638	其他	316	0	0	0
非流动负债合计	1711	1711	1711	1711	筹资活动现金流净额	56	(98)	0	0
负债合计	3053	3064	3593	3522	现金净流量	531	(440)	3094	1443
股本	1664	1664	1664	1664					
资本公积金	627	627	627	627					
未分配利润	2679	3830	5458	7847					
盈余公积	81	285	572	993					
少数股东权益	381	454	557	709					
所有者权益合计	5001	6428	8447	11410					
负债和所有者权益总	8054	9492	12040	14932					

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

目录

1	黄金量价齐升，带动营收增长.....	5
2	持续强化探矿增储，夯实资源保障.....	6
3	盈利预测.....	7
4	风险提示.....	8

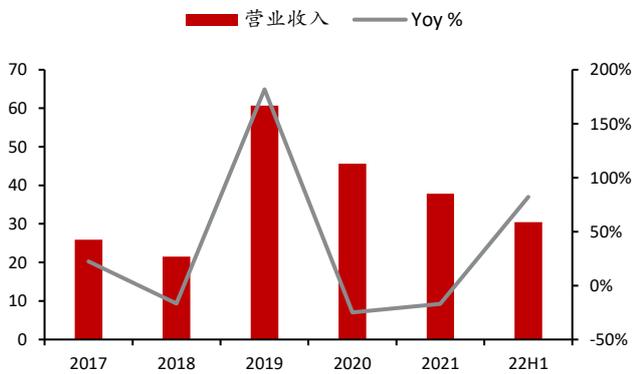
图表目录

图表 1	营收及同比情况（亿元）.....	5
图表 2	归母净利润及同比情况（亿元）.....	5
图表 3	季度营收及同比情况（亿元）.....	5
图表 4	季度归母净利润及同比情况（亿元）.....	5
图表 5	22H1 毛利润构成.....	6
图表 6	主要产品毛利率（%）.....	6
图表 7	主要产品产销量情况.....	6
图表 8	产能扩建.....	7
图表 9	矿产金产量预测（吨）.....	7
图表 10	可比公司估值.....	8

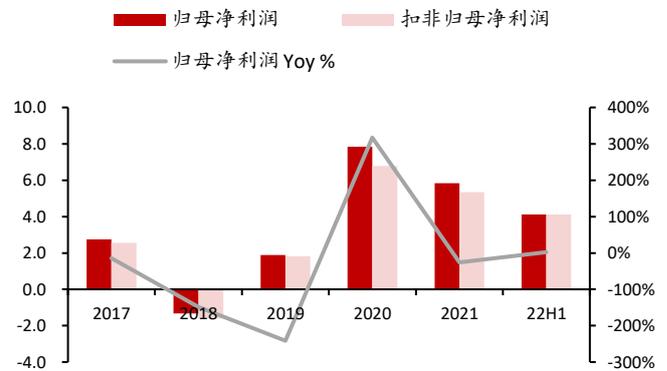
1 黄金量价齐升，带动营收增长

营收同比增长 82.12%，受益于上半年黄金量价齐升。公司发布 2022 半年报，公司上半年实现营业收入 30.46 亿元，较上年同期增长 82.12%，主要在于黄金量价齐升及金星资源纳入合并范围；归属于上市公司股东的净利润 4.11 亿元，较上年同期增长 2.50%；扣非归母净利润 4.11 亿元，同比下降 1.36%。2022 Q2，公司实现营收 15.58 亿元，同比增长 71.3%、环比增长 4.7%；归母净利润 2.37 亿元，同比上涨 2.0%、环比增长 36.1%；扣非归母净利润 2.41 亿元，同比下降 2.6%、环比增长 42.2%。

图表 1 营收及同比情况 (亿元)



图表 2 归母净利润及同比情况 (亿元)

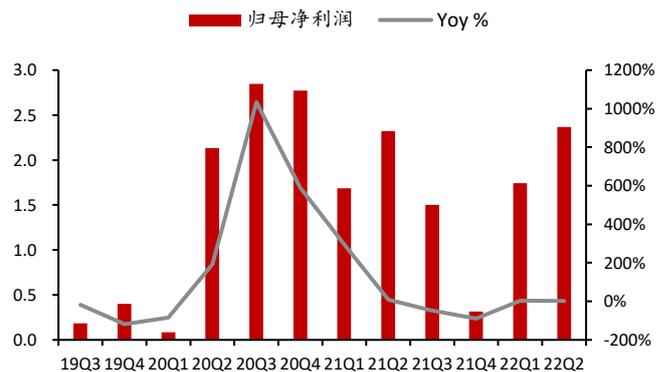


数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 3 季度营收及同比情况 (亿元)



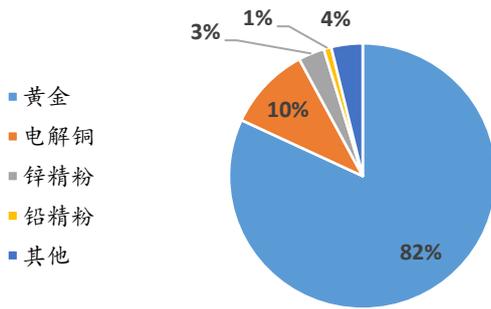
图表 4 季度归母净利润及同比情况 (亿元)



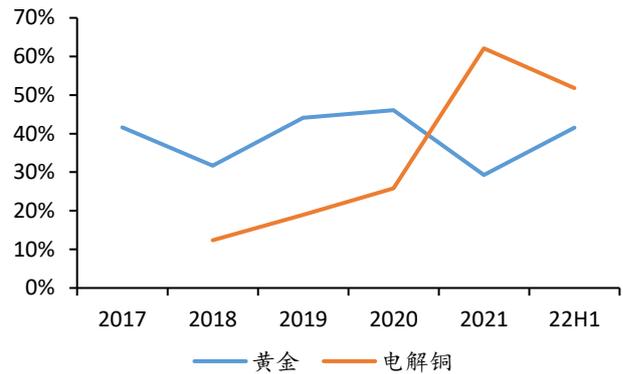
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

矿产金为公司的主要利润来源。2022 年上半年，公司黄金、电解铜业务分别贡献毛利 10.47 亿元和 1.40 亿元，分别占比总毛利 82%和 10%，其他产品占比较小。其中，黄金产品毛利率近几年一直稳定在 40%以上，今年上半年毛利为 41.52%，同比增加了 4.24pct，随着公司技术改造升级、金选矿回收率大幅提高，为克金单位成本下降提供强有力支撑，从而使毛利率进一步提高。

图表 5 22H1 毛利润构成



图表 6 主要产品毛利率 (%)



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

矿产金产销量大幅增长，克金单位成本环比下降。2022 年上半年公司矿产金产销量分别为 6.44 吨和 6.53 吨，分别较上年同期增长 64.95%和 77.84%，克金单位销售成本为 225.95 元/克，较上年同期下降 5.50%，较 2021 年度下降 16.10%；电解铜产销量分别为 0.37 万吨和 0.38 吨，分别较上年同期增长 161.13%和 176.54%，电解铜单位销售成本为 3.17 万元，同比增长 13.62%。

图表 7 主要产品产销量情况

主要产品	单位	生产量	销售量	单位销售成本	生产量比上年同期增减 (%)	销售量比上年同期增减 (%)	单位销售成本比上年同期增减 (%)
矿产金	吨、元/克	6.44	6.53	225.95	64.95%	77.84%	-5.50%
电解铜	吨、元/吨	3691.45	3830.29	31654.72	161.13%	176.54%	13.62%
铜精粉	吨、元/吨	932.45	932.77	4087.83	-51.69%	10.60%	24.94%
铅精粉	吨、元/吨	1287.37	1573.75	3415.19	-24.07%	38.97%	13.03%
锌精粉	吨、元/吨	10466.66	10466.66	3867.03	-5.65%	1.46%	30.80%

数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

2 持续强化探矿增储，夯实资源保障

吉隆矿业：年新增 18 万吨金矿石采选能力扩建项目启动实施，选厂日处理能力将由目前的 450 吨提升至 1000 吨。

五龙矿业：3000 吨/日选矿厂已于 2021 年底正式竣工投产，选矿能力从 1200 吨/日跃升至 3000 吨/日。

Wassa 金矿：2022 年 1 月，公司联合中非产能发展基金共同并购金星资源 100%股权顺利完成交割，金星资源核心子公司金星瓦萨保有黄金资源量约 364.8 吨，完成本次并购后，公司保有黄金资源量达到 575 吨。

完成交割后，公司为金星瓦萨制定了新的发展目标，2022 年度预算黄金产量由原管理层制定的 4.9 吨提升至 5.6 吨，其中交割后本年度 11 个月黄金产量目标 5.2 吨，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。

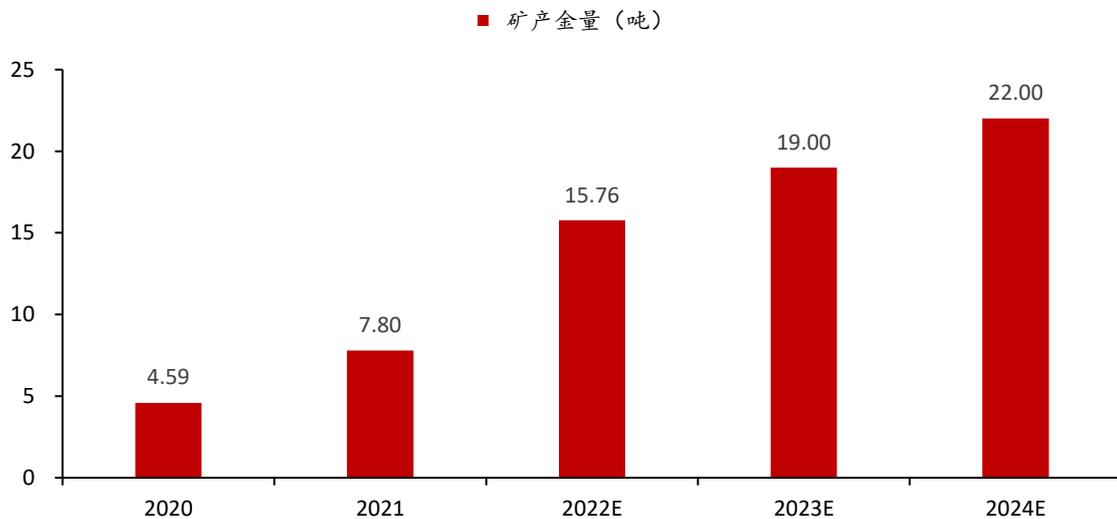
万象矿业：金选矿回收率的大幅提高和地下采矿工程的启动为万象矿业黄金产量提升、单位成本下降提供了强有力的支撑。其金选矿综合回收率由 2021 年的 50%左右提升至目前的 70%左右；下半年随着闪速浮选、热浸项目及浮选尾矿炭浸项目逐步完成、优化，选矿回收率有望进一步提高。除此之外，上半年万象矿业 Discovery 采区深部斜坡道工程开工，拉开 Sepon 矿世界级大型黄金矿山建设序幕，预计明年投产后新增产能 120 万吨/年，开采深度为地表以下 450 米。

图表 8 产能扩建

矿山	目前矿石处理量	未来矿石处理量	进展
吉隆矿业	450吨/天	1000吨/天	年新增 18 万吨金矿石采选能力扩建项目启动实施；选厂日处理能力将由目前的 450 吨提升至 1000 吨
五龙矿业	1200吨/天	3000吨/天	已于 2021 年底正式竣工投产；与之配套的井下技改工程均按计划顺利推进，以在 2024 年形成 3000 吨/日的采选能力
万象矿业	/	新增产能 120 万吨/年	万象矿业 Discovery 采区深部斜坡道工程开工，预计明年投产
Wassa 矿山	270 万吨/年	暂无扩产计划	进行选矿厂升级改造，提升处理规模

数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 9 矿产金产量预测（吨）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

3 盈利预测

预计公司 2022/2023/2024 年实现营业收入 72.49 亿元、89.26 亿元、106.49 亿元，分别同比增长 91.65%/23.13%/19.31%；归母净利润分别为 13.54 亿元、19.16 亿元和 28.11 亿元，2022 年分别同比增长 18.68%/21.46%/26.39%，对应 EPS 分别为 0.81 元、1.15 元、1.69 元。

对应 2022-2024E PE 分别为 24.48/17.30/11.79 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 10 可比公司估值

证券代码	证券简称	8月11日 收盘价(元)	2022E PE	2023E PE	2024E PE	2022E PB	2022E EPS
000975.SZ	银泰黄金	12.06	18.8x	15.0x	12.3x	3.0x	0.64
600547.SH	山东黄金	18.63	37.2x	30.4x	25.4x	2.4x	0.50
600489.SH	中金黄金	7.37	17.7x	16.1x	15.0x	1.3x	0.42
002155.SZ	湖南黄金	12.95	26.7x	22.5x	16.6x	2.6x	0.48
002237.SZ	恒邦股份	10.14	17.8x	16.5x	14.9x	1.4x	0.57
601899.SH	紫金矿业	9.03	9.9x	8.7x	7.7x	2.6x	0.92
	行业平均		21.4x	18.2x	15.3x	2.2x	0.59
600988.SH	赤峰黄金	19.92	26.8x	18.4x	14.3x	5.7x	0.74

数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

4 风险提示

黄金价格波动超预期；美国经济政策变动；公司产能建设不及预期。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。