

赤峰黄金（600988）：黄金业务进入强成长期，稀土资源提升矿权价值

——赤峰黄金（600988）2022 半年报点评

2022 年 8 月 12 日

推荐/维持

赤峰黄金

公司报告

- 事件：**公司发布 2022 半年度报告。公司 2022H1 实现营业收入 30.46 亿元，同比增 82.12%；实现归母净利润 4.11 亿元，同比增长 2.5%；基本每股收益至 0.25 元。公司上半年营收增速与归母净利增速的差异主因 Sepon 低品位矿石资产减值计提（2.89 亿减值按 58%回收率计提，后期有转回空间）及 Wassa 并表所导致管理费用中的一次性费用增加有关。
- 公司是国内最专注黄金探采选的一体化矿业公司。**公司是金属行业探采选一体化矿山企业，主营业务为黄金及有色金属采选，主要产品为矿产金、电解铜及其他有色金属，其中 22H1 黄金及铜占公司营收比重各为 82.8%及 8.3%。考虑到公司境外 Sepon 金矿、Wassa 金矿以及境内吉隆和五龙矿业技改后矿金的产出释放，我们预计矿产金业务占公司主营比例将升至 90%以上，公司是矿采黄金业务一体化专注度最优的上市企业之一。
- 矿产金产量明显增长，黄金业务毛利水平进入优化期。**得益于 Wassa 并表及 Sepon 矿产出提升，2022H1 公司矿产金产量+64.95%至 6.437 吨（Q2 产量 3,174 吨，同比+87.7%），电解铜产量+161%至 0.37 万吨（Q2 产量 0.154 万吨，同比+134.5%）。同期矿产金单位销售成本下降 5.5%至 225.95 元/克，该数据较 2021 年降幅达 16.1%，推动公司黄金板块毛利率由 2021 年的 29.3%大幅升至 41.5%。黄金业务毛利的优化源于 Sepon 选矿回收率的大幅提高（由 50%已提升至 70%），考虑到该矿闪速浮选等优化项目的完成及地下采矿工程的启动（后期入选品位或从 2g/t 提高），叠加 Wassa、吉隆矿项目及选厂升级的完成，我们预计公司黄金业务毛利将进入持续优化阶段，至 2024 年毛利率或升至 50%。
- 公司进入矿金释放强成长期。**公司 21 年矿产金产量 8.095 吨，根据公司扩产规划，我们预计 2022-2024 年公司矿产金权益产量或分别达到 16.37 吨、18.76 吨及 20.94 吨，近 3 年 CAGR 达 37.3%。公司矿产金产出增量源于其内外矿山的产能释放，分别是海外的 Sepon、Wassa 及境内的吉隆及五龙矿业。当前老挝 Sepon 项目选矿回收率进入持续优化阶段，随着 Discovery 采区深部斜坡道工程开工以及闪速浮选等项目完成，Sepon 矿生产规模将达 8000 吨/日（300 万吨/年），对公司权益矿产金贡献量或至 7.02 吨/年；加纳 Wassa 矿在 2022 年 1 月完成交割，当前其日掘进效率已提升 61.5%至 42 米/天并规划 2022 年矿产金产量达到 5.6 吨（权益产量约 3.12 吨），至 2027 年矿产金产量提升至 10 吨之上（权益产量贡献将达 5.6 吨）。公司国内吉隆矿业开始实施新增 18 万吨金矿石采选扩建项目，选厂日处理能力将由 450 吨提升 122%至 1000 吨（计划 18 个月内完成）；而五龙矿业 3000 吨/天技改项目已于 2021 年底投产，日选矿能力已增 150%至 3000 吨，若按 80%回收率及 85%产能利用率计算，2022 年五龙矿年产量或达 4.08 吨，带动公司国内年矿产金产量达到 6.15 吨。
- 公司矿山资源仍有增储预期，中重型稀土资源将提升矿权价值。**公司当前境内外共拥有 13 宗采矿权及 20 宗探矿权，拥有总权益黄金金属储量 398.33 吨，锌金属 66.88 万吨，铅金属 8.89 万吨，铜金属 4.52 万吨，伴生银 352 吨。根据公司规划，至 2023 年公司在国内矿山或进行超 17 万平米以上的坑探及钻探工程，预获黄金资源量 65.76 吨。而 2022H1 公司已在五龙完成 7200 米工程量（终孔孔深 3003.99 米），预增年底 333 级储量约 2 吨。公司境外的 Sepon 矿山 2020 年核增黄金资源量约 44 吨（金资源量+42.7%，矿体未控制到边而未编制 JORC 报告）；此外，除 Sepon 矿北部地区发现稀土元素异常富集外，公司在南部矿区 50 平方公里范围内继续开展稀土资源普查中亦发现中重型稀土。鉴于公司正在编制资源储量报告，预计报告公布后市场会对 Sepon 矿的稀土资源进行再定价，从而提升公司核心矿权价值并优化公司估值水平。
- 公司成长性将受益于：**黄金类资产在通胀及高地缘政治风险背景下具有极强的吸引力与可预期的回报率（历史上通胀高于 3%的年份，黄金平均年回报率约 14%），当前货币政策收缩的利空已在金价中有效计入，后期黄金定价有望在消费及成本的双支撑下回归强势。考虑到公司具有的资源优势（高品位黄金矿床）与增储弹性（探矿增储及稀土增储），以及公司的强成长优势（矿产金产量预计由 21 年 8.1 吨增至

公司简介：

公司主营业务为黄金、有色金属采选及资源综合回收利用业务，主要通过下属子公司开展，贯彻“以金为主”的发展战略。子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

2022-11-14: 128,787,878 股定向增发机构配售股份 20221114 上市流通。预计占解禁前流通股 8.39%；预计占解禁后流通股 7.74%；预计占总股本 7.74%。

交易数据

52 周股价区间（元）	21.73-14.04
总市值（亿元）	331.45
流通市值（亿元）	305.8
总股本/流通 A 股（万股）	166,391/166,391
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	4.38

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

24 年 20.9 吨)，公司将受益于黄金定价中枢的趋势性抬升。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 73.46 亿元、84.49 亿元、97.36 亿元；归母净利润分别为 14.2 亿元、20.1 亿元和 25.26 亿元；EPS 分别为 0.83 元、1.19 元和 1.5 元，对应 PE 分别为 23.94、16.77 和 13.3，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**金属价格下滑及矿石品位下降，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响下滑风险，资源国政治风险及汇率风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,558.19	3,782.62	7,345.82	8,448.75	9,736.24
增长率（%）	-24.89%	-17.01%	94.20%	15.01%	15.24%
归母净利润（百万元）	823.59	614.04	1,419.75	2,010.13	2,526.33
增长率（%）	293.22%	-25.44%	131.21%	41.58%	25.68%
净资产收益率（%）	19.18%	12.61%	21.75%	23.98%	23.48%
每股收益(元)	0.47	0.35	0.83	1.19	1.50
PE	42.38	56.91	23.94	16.77	13.30

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位：百万元					利润表		单位：百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
流动资产合计	3577	3758	5659	7848	10632	营业收入	4558	3783	7346	8449	9736		
货币资金	2131	1825	2408	4400	6880	营业成本	3153	2524	4446	4661	5027		
应收账款	8	25	81	81	93	营业税金及附加	143	158	269	331	406		
其他应收款	615	383	743	855	985	营业费用	15	1	13	8	32		
预付款项	41	50	67	84	103	管理费用	326	235	491	545	695		
存货	772	1412	2487	2607	2812	财务费用	-86	-87	201	203	184		
其他流动资产	8	46	-126	-179	-241	研发费用	-17.19	-191.61	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	3639	4295	3969	3688	3392	资产减值损失	-20.64	-1.70	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	2	2	2	2	公允价值变动收益	91.94	14.15	0.00	0.00	0.00		
固定资产	2337	2439	2438	2337	2189	投资净收益	1016	747	1926	2700	3392		
无形资产	757	1181	1063	956	861	加：其他收益	0.44	42.11	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	195	178	145	161	153	营业利润	9.67	17.91	33.34	20.31	23.85		
资产总计	7216	8054	9628	11536	14024	营业外收入	1006	771	1893	2680	3368		
流动负债合计	1090	1342	1213	1210	1296	营业外支出	183	157	473	670	842		
短期借款	165	0	0	0	0	利润总额	824	614	1420	2010	2526		
应付账款	247	440	765	802	865	所得税	40	31	36	33	34		
预收款项	0	0	7	16	26	净利润	784	583	1384	1977	2492		
一年内到期的非流动	263	214	62	62	62	少数股东损益	1439	1061	2424	3199	3864		
非流动负债合计	1683	1711	1633	1633	1633	归属母公司净利润	0.47	0.35	0.83	1.19	1.50		
长期借款	26	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
负债合计	2773	3053	2846	2843	2929	成长能力							
少数股东权益	355	381	416	450	484	营业收入增长	-24.89%	-17.01%	94.20%	15.01%	15.24%		
实收资本（或股本）	1664	1664	1664	1664	1664	营业利润增长	171.30%	-26.46%	157.94%	40.19%	25.62%		
资本公积	627	627	627	627	627	归属于母公司净利	137.60%	42.80%	137.60%	42.80%	26.06%		
未分配利润	2129	2679	3911	5670	7888	获利能力							
归属母公司股东权益	4088	4620	6366	8244	10611	毛利率(%)	30.83%	33.26%	39.48%	44.83%	48.37%		
负债和所有者权益	7216	8054	9628	11536	14024	净利率(%)	18.07%	16.23%	19.33%	23.79%	25.95%		
现金流量表						总资产净利润(%)							
单位：百万元						ROE(%)							
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		19.18%	12.61%	21.75%	23.98%	23.48%		
经营活动现金流	1072	755	991	2311	2780	偿债能力							
净利润	824	614	1420	2010	2526	资产负债率(%)	38%	38%	30%	25%	21%		
折旧摊销	509	401	297	296	288	流动比率	3.28	2.80	4.67	6.49	8.20		
财务费用	-86	-87	201	203	184	速动比率	2.57	1.75	2.62	4.33	6.03		
应付帐款的变化	0	-17	-55	-1	-12	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	7	8	10	总资产周转率	0.61	0.50	0.83	0.80	0.76		
投资活动现金流	176	-278	51	-17	8	应收账款周转率	62	227	139	105	112		
公允价值变动收益	-21	-2	0	0	0	应付账款周转率	21.24	11.00	12.19	10.78	11.68		
长期股权投资减少	0	-2	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	92	14	0	0	0	每股收益(最新摊)	0.47	0.35	0.83	1.19	1.50		
筹资活动现金流	-465	56	-459	-302	-309	每股净现金流(最新)	0.47	0.32	0.35	1.20	1.49		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.46	2.78	3.83	4.95	6.38		
长期借款增加	0	-26	0	0	0	估值比率							
普通股增加	109	0	0	0	0	P/E	42.38	56.91	23.94	16.77	13.30		
资本公积增加	394	0	0	0	0	P/B	8.11	7.17	5.21	4.02	3.12		
现金净增加额	784	533	583	1992	2479	EV/EBITDA	21.87	29.73	12.70	9.00	6.81		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期货做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526