

产量环比下滑，扩产项目持续推进

2024 年 11 月 01 日

► **事件：公司发布 2024 年三季度报。**2024 前三季度公司实现营收 62.23 亿，同比+22.93%，归母净利 11.05 亿元，同比+112.59%，扣非归母净利 10.38 亿元，同比+84.35%；单季度看，2024 年第三季度公司实现营收 20.27 亿，同比+19.88%，环比-13.47%，归母净利 3.95 亿元，同比+89.83%，环比-22.61%；扣非归母净利 3.99 亿元，同比+108.77%，环比-8.13%。业绩略低于预期。

► **三季度产量下滑影响业绩。**量：**金**：公司前三季度矿产金产量 10.7 吨，同比+5.05%，Q3 单季金产量 3.2 吨，环比下滑 19.37%；**铜**：前三季度电解铜/铜精粉产量 4025/1185 吨，同比-18.45%/+88.10%，Q3 单季产量 1351/335 吨，环比-4.53%/-40.4%；**铅锌钼**：前三季度铅精粉/锌精粉/钼精粉产量 2626/10178/491 吨，同比+84.31%/+83.53%/561.4%，Q3 单季产量 1146/4198/170 吨，环比+19.47%/10.62%/-4.72%。**价：金**：前三季度金均价 2290 美元/盎司，同比+18.58%；Q3 单季均价 2473 美元/盎司，同比+28.39%，环比+5.76%。**成本**：2024 年前三季度公司国内矿山/万象/金星销售成本 339/292/171 元/克，同比+12.09%/-0.46%/-2.80%，全维持成本 321/283/231 元/克，同比+15.95%/+5.88%/+3.65%。

► **三季度归母净利润拆解：**公司 Q3 归母同比+1.87 亿，系毛利 (+4.7 亿) 同比大幅增长，公允价值变动 (-0.24 亿) 和所得税 (-1.77 亿) 项目略有拖累；Q3 归母环比-1.15 亿，增利项包括公允价值变动 (+1.25 亿) 和所得税 (+0.6 亿)，减利项主要来源于毛利 (-0.84 亿) 和其他/投资收益 (-2.08 亿)。毛利环比下降结合历史或因季节性雨季影响海外三季度产量，公允价值变动和投资收益变动系公司今年套期保值业务产生的损益所致。

► **项目建设稳定推进，勘探整合持续发展。****项目进展：**吉隆矿业年新增 18 万吨扩建项目于 6 月建设完成，预期选矿处理能力增长 150%；五龙矿业 3000 吨/天选厂上半年日均处理矿量已达 2000 吨左右；卡农露天铜矿项目 9 月底确认最终设计和预算；远西“露天+地下”金矿项目班农、班迈区域已征地完毕、那卡昌区域征地完成 98%。预计 9 月份班农、班迈区域许可获批之后即可启动采矿生产工作；瓦萨矿目前井下出矿能力已经提升至 7,000 吨/天。**勘探整合方面：**吉隆矿业完成撰山子金矿多采区探矿权合；华泰矿业深部探矿权均已成功办理探转采，与原采矿权整合；瀚丰矿业申请外围探矿权，为后续资源储备创造条件，并加速推进东风钼矿探转采工作；锦泰矿业二期探转采申请手续在按计划办理。

► **盈利预测与投资建议：**考虑公司黄金业务具有成长性，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 16.45/20.42/22.81 亿，对应 10 月 30 日收盘价 PE 分别为 20/16/15 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**金价波动风险，项目进度不及预期，境外投资国别风险等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,221	9,132	10,137	10,987
增长率 (%)	15.2	26.5	11.0	8.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	804	1,645	2,042	2,281
增长率 (%)	78.2	104.6	24.1	11.7
每股收益 (元)	0.48	0.99	1.23	1.37
PE	41	20	16	15
PB	5.4	4.3	3.4	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.99 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

相关研究

- 1.赤峰黄金 (600988.SH) 2024 年半年报点评：量价齐升助推业绩，扩产项目稳步推进-2024/09/01
- 2.赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年年报点评：量利齐升驱动业绩，重点项目顺利推进-2024/04/04
- 3.赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年三季度报点评：Q3 业绩环比下滑，海外矿山生产不及预期-2023/10/31
- 4.赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年中报点评：Q2 业绩环比大幅增长，降本成效渐显-2023/08/21
- 5.赤峰黄金 (600988.SH) 2022 年年报点评：增收不增利，继续期待成本优化-2023/04/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,221	9,132	10,137	10,987
营业成本	4,869	5,106	5,511	5,881
营业税金及附加	389	475	508	559
销售费用	1	1	1	1
管理费用	461	501	575	634
研发费用	52	69	68	77
EBIT	1,461	2,981	3,475	3,837
财务费用	193	86	46	4
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	14	86	96	104
营业利润	1,208	2,981	3,523	3,936
营业外收支	-2	-2	-1	-1
利润总额	1,206	2,979	3,523	3,935
所得税	335	924	1,092	1,220
净利润	871	2,056	2,431	2,715
归属于母公司净利润	804	1,645	2,042	2,281
EBITDA	2,961	4,681	5,290	5,761

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,662	2,405	4,140	6,416
应收账款及票据	513	527	586	635
预付款项	84	91	96	103
存货	2,407	2,353	2,535	2,700
其他流动资产	229	241	253	263
流动资产合计	4,895	5,618	7,611	10,117
长期股权投资	373	373	373	373
固定资产	5,822	6,321	6,658	6,842
无形资产	6,525	6,525	6,525	6,525
非流动资产合计	13,822	14,206	14,500	14,650
资产合计	18,718	19,824	22,112	24,767
短期借款	850	850	850	850
应付账款及票据	552	654	704	750
其他流动负债	2,320	2,165	2,251	2,326
流动负债合计	3,722	3,669	3,806	3,926
长期借款	1,422	622	422	322
其他长期负债	5,031	5,015	5,015	5,015
非流动负债合计	6,453	5,637	5,437	5,337
负债合计	10,176	9,306	9,243	9,263
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
少数股东权益	2,390	2,801	3,190	3,625
股东权益合计	8,542	10,518	12,869	15,504
负债和股东权益合计	18,718	19,824	22,112	24,767

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.23	26.46	11.01	8.38
EBIT 增长率	55.01	104.10	16.56	10.42
净利润增长率	78.21	104.58	24.14	11.71
盈利能力 (%)				
毛利率	32.58	45.47	47.11	48.00
净利润率	11.13	19.05	21.30	21.96
总资产收益率 ROA	4.30	8.30	9.23	9.21
净资产收益率 ROE	13.07	21.31	21.10	19.20
偿债能力				
流动比率	1.32	1.53	2.00	2.58
速动比率	0.62	0.84	1.28	1.84
现金比率	0.45	0.66	1.09	1.63
资产负债率 (%)	54.36	46.94	41.80	37.40
经营效率				
应收账款周转天数	25.59	22.00	22.00	22.00
存货周转天数	177.97	180.00	180.00	180.00
总资产周转率	0.40	0.45	0.46	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.99	1.23	1.37
每股净资产	3.70	4.64	5.82	7.14
每股经营现金流	1.32	2.26	2.48	2.71
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	41	20	16	15
PB	5.4	4.3	3.4	2.8
EV/EBITDA	11.25	7.12	6.30	5.78
股息收益率 (%)	0.25	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	871	2,056	2,431	2,715
折旧和摊销	1,500	1,700	1,815	1,924
营运资金变动	-283	-33	-121	-110
经营活动现金流	2,203	3,758	4,125	4,514
资本开支	-1,722	-2,086	-2,112	-2,076
投资	-18	0	0	0
投资活动现金流	-1,771	-1,999	-2,016	-1,972
股权募资	0	0	0	0
债务募资	137	-816	-200	-100
筹资活动现金流	-228	-1,015	-374	-266
现金净流量	222	743	1,735	2,276

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026