

赤峰黄金（600988.SH）——半年报点评

二季度黄金量价齐增，兑现高利润弹性

优于大市

核心观点

公司发布中报：上半年实现营收 41.96 亿元，同比+24.45%；实现归母净利润 7.10 亿元，同比+127.75%；实现扣非归母净利润 6.39 亿元，同比+71.80%。公司 24Q1/Q2 分别实现营收 18.54/23.42 亿元，Q2 环比+26.35%；24Q1/Q2 分别实现归母净利润 2.01/5.10 亿元，Q2 环比+154.35%；24Q1/Q2 分别实现扣非归母净利润 2.05/4.34 亿元，Q2 环比+112.29%。公司今年二季度业绩表现亮眼，主要得益于黄金价格二季度有比较明显的上涨，COMEX 黄金 Q2 均价 2222.11 美元/盎司，Q2 环比+6.37%。

挖掘现有资源，产销量有所提升：今年上半年，公司黄金产量达到 7.55 吨，同比+9.72%，销量达到 7.59 吨，同比+5.14%。2024 年公司预算合并范围内黄金产销量 16.02 吨，电解铜 5300 吨，铜铅锌精粉 35800 吨，钼精粉 600 吨，稀土氧化物 3700 吨。

战略重心转移，降本控费效果明显：今年上半年，公司实现全维持成本 264.67 元/克，同比下降 0.9%；销售成本 285.44 元/克，同比增长 1.7%；公司今年上半年成本同比基本持平，降本控费取得了较好的效果。分区域来看，国内矿山销售成本 168.96 元/克，同比增长 9.9%，虽有所提升但成本优势仍然突出；万象矿业销售成本 1489.75 美元/盎司，同比下降 3.0%；金星瓦萨销售成本 1290.82 美元/盎司，同比增长 5.1%。

现金流宽裕，计划于港股上市：①截止至今年上半年，公司资产负债率为 51.68%；在手货币资金 26.17 亿元；在手存货 23.86 亿元；②公司于上半年计提了非流动性资产处置收益约 7048 万元，这主要是全资子公司赤金香港转让所持铁拓矿业股份影响当期损益；③公司于 2024 年 8 月 29 日向香港联交所递交了公司发行 H 股股票并在香港联交所主板挂牌上市的申请。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；生产成本大幅上涨；资产减值超预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

上调公司的盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收分别为 91.85/108.53/124.58(原预测 92.38/101.12/110.42)亿元，同比增速分别为 27.2%/18.2%/14.8%；归母净利润分别为 17.82/21.76/24.29(原预测 14.39/17.59/20.54)亿元，同比增速分别为 121.7%/22.1%/11.7%；摊薄 EPS 分别为 1.07/1.31/1.46 元，当前股价对应 PE 为 16/13/12X。考虑到公司坚定国际化发展步伐，黄金产量有望持续增长，且生产成本存在下降空间，对金价享有较高的利润弹性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,267	7,221	9,185	10,853	12,458
(+/-%)	65.7%	15.2%	27.2%	18.2%	14.8%
净利润(百万元)	451	804	1,782	2,176	2,429
(+/-%)	-22.6%	78.2%	121.7%	22.1%	11.7%
每股收益(元)	0.27	0.48	1.07	1.31	1.46
EBIT Margin	15.6%	20.1%	32.3%	33.5%	32.6%
净资产收益率 (ROE)	8.7%	13.1%	24.1%	24.4%	22.9%
市盈率 (PE)	64.1	36.0	16.2	13.3	11.9
EV/EBITDA	16.8	13.4	9.0	7.8	7.1
市净率 (PB)	5.58	4.70	3.91	3.24	2.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.39 元
总市值/流通市值	28935/0 百万元
52 周最高价/最低价	21.57/11.23 元
近 3 个月日均成交额	667.06 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

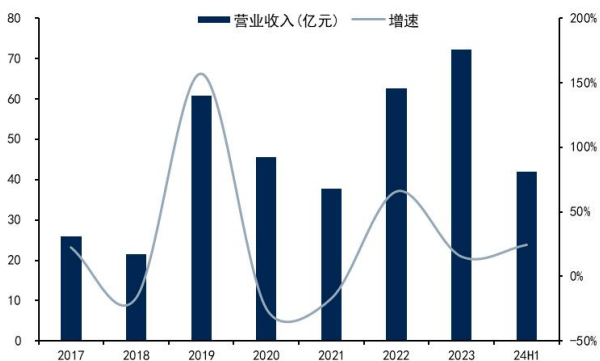
相关研究报告

- 《赤峰黄金（600988.SH）-产量持续提升，成本稳步下降》——2024-03-31
- 《赤峰黄金（600988.SH）-2023 年三季度报点评-受恶劣天气影响，三季度业绩小幅下滑》——2023-10-30
- 《赤峰黄金（600988.SH）——2023 年中报点评-降本增效，二季度业绩改善》——2023-08-21
- 《赤峰黄金（600988.SH）-2022 年年报点评：重心转向成本管控，国际化发展路线清晰》——2023-03-31
- 《赤峰黄金（600988.SH）-2022 年三季度报点评：短期扰动不改长期发展趋势》——2022-10-31

◆ 24H1 实现归母净利润 7.10 亿元，同比+127.75%

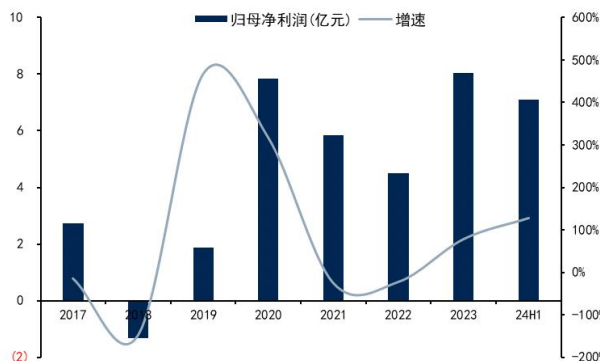
公司发布中报：上半年实现营收 41.96 亿元，同比+24.45%；实现归母净利润 7.10 亿元，同比+127.75%；实现扣非归母净利润 6.39 亿元，同比+71.80%；实现经营活动产生的现金流量净额 14.35 亿元，同比+64.46%。公司 24Q1/Q2 分别实现营收 18.54/23.42 亿元，Q2 环比+26.35%；24Q1/Q2 分别实现归母净利润 2.01/5.10 亿元，Q2 环比+154.35%；24Q1/Q2 分别实现扣非归母净利润 2.05/4.34 亿元，Q2 环比+112.29%。公司今年二季度业绩表现亮眼，主要得益于黄金价格二季度有比较明显的上涨，COMEX 黄金 Q2 均价 2222.11 美元/盎司，Q2 环比+6.37%。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



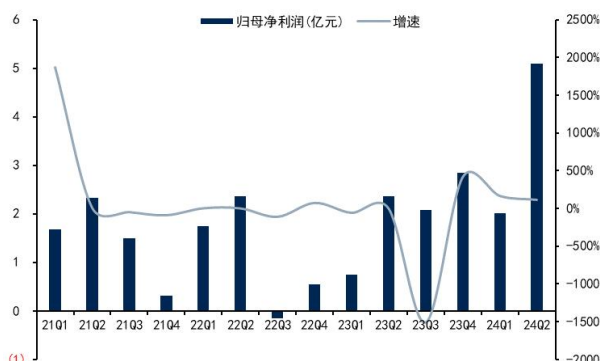
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



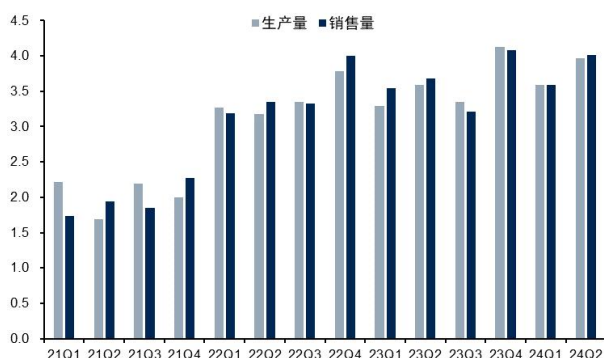
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

挖掘现有资源，产销量有所提升。今年上半年，公司黄金产量达到 7.55 吨，同比+9.72%，销量达到 7.59 吨，同比+5.14%。公司持续推进矿山的重点开发建设项目：1) 吉隆矿业年新增 18 万吨金矿石选矿扩建项目顺利实施，并已于 6 月建设完成，7 月启动试生产，预期选矿处理能力增长 150%；2) 五龙矿业 3000 吨/天选厂处理规模逐步提升，上半年日均处理矿量已达 2000 吨左右；3) 万象矿业重要在建工程均按计划推进实施，一系列研究项目也将为选矿回收率提高奠定基础；4) 金星瓦萨引进工程承包商，提高掘进工程效率，开拓 242 斜坡道和 B-shoot 南部斜坡道，为 2024 年及瓦萨未来 5 年的井下出矿打开局面。2024 年公司预算合并范围内黄金产销量 16.02 吨，电解铜 5300 吨，铜铅锌精粉 35800 吨，钼精粉 600 吨，稀土氧化物 3700 吨。

战略重心转移，降本控费效果明显。过往，公司相对更重视资源保障、黄金增量，制定了产量连年翻倍目标。但 2022 年成本波动对业绩造成较大扰动，因此公司在坚定大型黄金矿业公司发展路线的基础上，2023 年重点关注降本控费，通过集中化采购，改善工艺技术、引入第三方承包商、人员优化等方式，在汇率波动以及金星瓦萨遭遇特大洪水灾害的不利影响下，实现全维持成本 267.17 元/克，同比下降 12.0%；销售成本 280.20 元/克，同比增长 1.1%。

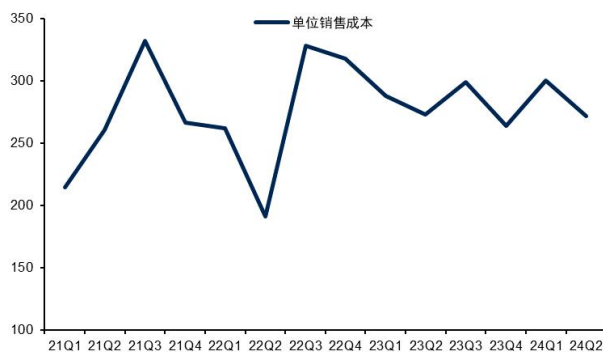
今年上半年，公司实现全维持成本 264.67 元/克，同比下降 0.9%；销售成本 285.44 元/克，同比增长 1.7%；面对全行业生产成本不断上升的趋势，公司今年上半年成本与上年同期基本持平，降本控费取得了较好的效果。分区域来看，上半年，国内矿山销售成本 168.96 元/克，同比增长 9.9%，虽有所提升但成本优势仍然突出；万象矿业销售成本 1489.75 美元/盎司，同比下降 3.0%；金星瓦萨销售成本 1290.82 美元/盎司，同比增长 5.1%。往后展望，公司两座海外矿山成本预计还有进一步优化的空间。

图5：公司矿产金单季产销量(吨)



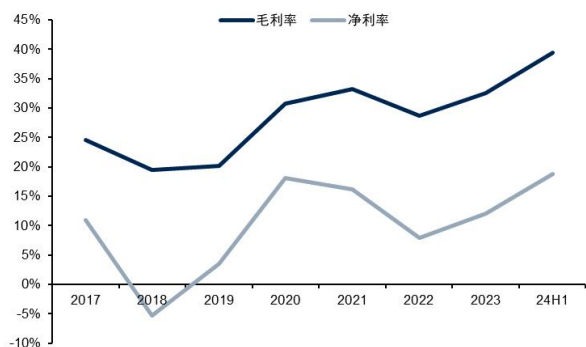
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司矿产金单季单位销售成本(元/克)



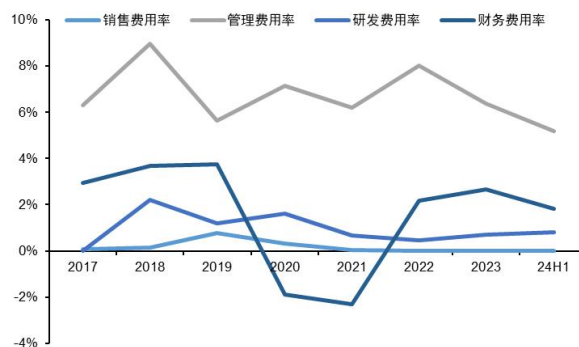
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面：①截止至 2024 年上半年，公司资产负债率为 51.68%，相比于 2023 年末下降 2.68 个百分点；在手货币资金 26.17 亿元，同比+83.90%；在手存货 23.86 亿元，同比+4.66%；②期间费用方面，公司上半年销售费用约 24.98 万元，同比-32.06%；管理费用约 2.18 亿元，同比-17.53%；研发费用约 3364 万元，同比+195.28%；财务费用约 7667 万元，同比-5.86%；③公司于上半年计提了非流动性资产处置收益约 7048 万元，这主要是全资子公司赤金香港转让所持铁拓矿业股份影响当期损益；④公司于 2024 年 8 月 29 日向香港联交所递交了公司发行 H 股股票并在香港联交所主板挂牌上市的申请。

投资建议：维持“优于大市”评级。上调公司的盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收分别为 91.85/108.53/124.58 (原预测 92.38/101.12/110.42) 亿元，同比增速分别为 27.2%/18.2%/14.8%；归母净利润分别为 17.82/21.76/24.29 (原预测 14.39/17.59/20.54) 亿元，同比增速分别为 121.7%/22.1%/11.7%；摊薄 EPS 分别为 1.07/1.31/1.46 元，当前股价对应 PE 为 16/13/12X。考虑到公司坚定国际化发展步伐，黄金产量有望持续增长，且生产成本存在下降空间，对金价享有较高的利润弹性，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1285	1662	2765	4176	5752	营业收入	6267	7221	9185	10853	12458
应收款项	422	609	755	892	1024	营业成本	4472	4869	5196	6027	7024
存货净额	2165	2407	2637	3104	3662	营业税金及附加	284	389	483	570	654
其他流动资产	147	187	230	271	311	销售费用	1	1	1	1	1
流动资产合计	4109	4895	6417	8473	10781	管理费用	502	461	1011	1086	1167
固定资产	5862	6414	6973	7540	8045	研发费用	28	52	71	81	93
无形资产及其他	6733	6525	5982	5438	4894	财务费用	137	193	166	195	224
投资性房地产	482	509	509	509	509	投资收益	62	14	150	10	10
长期股权投资	358	373	373	373	373	资产减值及公允价值变动	(30)	68	74	0	0
资产总计	17544	18718	20254	22334	24603	其他收入	(82)	6	395	554	554
短期借款及交易性金融负债	874	1192	1100	1000	800	营业利润	852	1208	2875	3456	3858
应付款项	851	552	659	776	916	营业外净收支	(30)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	1555	1978	2112	2483	2923	利润总额	822	1206	2874	3454	3856
流动负债合计	3280	3722	3872	4259	4639	所得税费用	328	335	893	1036	1157
长期借款及应付债券	1514	1422	1422	1422	1422	少数股东损益	43	67	199	242	270
其他长期负债	5342	5031	5031	5031	5031	归属于母公司净利润	451	804	1782	2176	2429
长期负债合计	6856	6453	6453	6453	6453	现金流量表 (百万元)					
负债合计	10136	10176	10325	10712	11092	净利润	451	804	1782	2176	2429
少数股东权益	2221	2390	2529	2699	2888	资产减值准备	(150)	(38)	0	0	0
股东权益	5188	6152	7399	8922	10623	折旧摊销	1345	1465	1411	1476	1538
负债和股东权益总计	17544	18718	20254	22334	24603	公允价值变动损失	(30)	68	74	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	137	193	166	195	224
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	3698	(721)	(178)	(158)	(151)
每股收益	0.27	0.48	1.07	1.31	1.46	其它	176	93	139	169	189
每股红利	0.10	0.09	0.32	0.39	0.44	经营活动现金流	5490	1670	3229	3664	4005
每股净资产	3.12	3.70	4.45	5.36	6.38	资本开支	0	(1326)	(1500)	(1500)	(1500)
ROIC	12%	13%	18%	23%	26%	其它投资现金流	(73)	60	0	0	0
ROE	9%	13%	24%	24%	23%	投资活动现金流	(429)	(1281)	(1500)	(1500)	(1500)
毛利率	29%	33%	43%	44%	44%	权益性融资	13	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	20%	32%	33%	33%	负债净变化	1514	(92)	0	0	0
EBITDA Margin	37%	40%	48%	47%	45%	支付股利、利息	(172)	(146)	(535)	(653)	(729)
收入增长	66%	15%	27%	18%	15%	其它融资现金流	(8298)	464	(92)	(100)	(200)
净利润增长率	-23%	78%	122%	22%	12%	融资活动现金流	(5601)	(12)	(626)	(753)	(929)
资产负债率	70%	67%	63%	60%	57%	现金净变动	(540)	377	1102	1411	1577
股息率	0.6%	0.5%	1.8%	2.3%	2.5%	货币资金的期初余额	1825	1285	1662	2765	4176
P/E	64.1	36.0	16.2	13.3	11.9	货币资金的期末余额	1285	1662	2765	4176	5752
P/B	5.6	4.7	3.9	3.2	2.7	企业自由现金流	669	464	1778	2360	2731
EV/EBITDA	16.8	13.4	9.0	7.8	7.1	权益自由现金流	6	836	1560	2146	2435

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032