

## 赤峰黄金（600988）/贵金属

## 降本增效持续推进，下半年业绩增长有望提速

**评级：买入（维持）**

市场价格：16.7

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email: xiehh@r.qizq.com.cn

研究助理：郭中伟

电话：0755-22660869

Email: guozw@r.qizq.com

**基本状况**

总股本(百万股)	1663.91
流通股本(百万股)	1426.38
市价(元)	16.7
市值(百万元)	27787.32
流通市值(百万元)	23820.57

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1、《赤峰黄金：黄金新星再出发》20200212
- 2、《赤峰黄金：关注下半年 Sepon 金矿带来的内生增长拐点》20200501
- 3、《黄金：复盘 2008 的启示》20200316
- 4、《黄金白银：复苏交易下，为何黄金白银也不会缺席》20200724

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2153.12	6068.46	6383.23	7535.87	9571.46
增长率 yoy%	-16.77%	181.85%	5.19%	18.06%	27.01%
净利润(百万元)	-219.08	188.01	683.53	1098.48	1720.50
增长率 yoy%	-192.16%	185.82%	263.56%	60.71%	56.63%
每股收益(元)	-0.132	0.113	0.411	0.660	1.034
每股现金流量	0.226	0.292	0.346	0.568	0.836
净资产收益率	-8.69%	6.39%	18.30%	22.72%	29.33%
P/E	-126	148	40	25	16
PEG	-	0.35	0.14	0.17	0.49
P/B	11.03	9.44	7.44	5.75	4.74

备注：股价为 2020 年 7 月 30 日收盘价

**投资要点**

- 【事件】** 公司披露 2020 年中报，2020 年上半年公司实现营收 26.46 亿元，同比降 2.69%，其中单 Q2 实现收入 14.26 亿，同比增 20.54%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比增 69.89%，其中单 Q2 实现归母净利润 2.13 亿，同比增 317.64%；上半年基本每股收益 0.13 元，同比增 62.5%。
- 上半年电解铜拖累营收下滑，二季度已明显修复。** 2020 年上半年，公司实现主营业务收入 26.44 亿元，同比降 2.22%；受疫情影响，上半年上海电解铜期货均价 44391 元/吨，同比降 7.76%，而 2019 年电解铜业务营收占比 46.35%，占比较高，电解铜价格下滑是公司上半年营收下滑的主要原因，而随着主要经济体疫情陆续得到控制，二季度上海铜期货价格由 35300 元/吨回升至 52000 元/吨，叠加金价趋势上行，公司二季度营收同比明显恢复。
- 聚焦黄金主业，债务水平明显下降。** 2020 年上半年，公司贯彻“以金为主”的发展战略，陆续剥离非矿资产，目前雄风环保 100% 股权已挂牌转让，转让金额为 15.98 亿元，缓解公司资金压力。此外，公司提前兑付归还公司债券、贸易融资等有息负债 18 亿元左右，资产负债率由年初的 57.93% 下降至报告期末的 50.50%，负债水平持续降低，财务水平更为稳健。
- 多措并举降本增效，成本指标持续下降。** 公司加强并兑现对国内外一线员工的考核激励，加强对采购成本核算及内部审计等，报告期内生产效率持续提升，降本增效进展突出，2020 年上半年，公司主营业务成本 18.97 亿元，同比降 5.63%，降幅超过营收下滑幅度 3.41pct，综合毛利率同比升 2.6pct，其中采矿业主营业务成本下降 8.57%，毛利率同比升 5.58pct。
- 海外项目建设稳步进行，助推公司未来业绩实现跨越式增长。** 海外 Sepon 铜金矿项目建设进度超预期，5 月份氧化矿处理系统投产运行，比计划提前 3 个月，预计项目于 Q3 完全投产，项目满产后，预计公司矿产金产量有望实现跨越式增长；此外，Sepon 项目低品位铜矿堆浸试验已经完成小试和中试，100 万吨工业试验正在进行中，未来有望贡献业绩增量。Sepon 矿山未来将实现金矿和铜矿、氧化矿与原生矿、露天开采和地下开采“三个并行”的生产格局。
- 金价突破历史前高，后续仍有望维持强势。** 金价现已突破历史前高 1921 美元/盎司，我们认为金价仍有望维持强势：一方面，经济复苏初期，货币政策维持宽松，特别是在当前疫情冲击下，货币政策进一步宽松也不无可能，特别近

期美联储官员对收益率曲线控制也越来越多表态支持；另一方面，随着复工复产的推进，通胀预期不断修复，而疫情对资源国的扰动仍在持续，资源品扰动是推升通胀预期的潜在因素，实际利率或将继续下行，推动黄金价格再上台阶。

- **盈利预测及投资建议：**基于黄金价格走势，我们上调 2020-2022 年黄金销售均价假设分别为 400/450/450 元/克，对应公司 2020-2022 年归母净利润分别约为 6.83 亿、10.98 亿、17.20 亿（前值分别 5.40、9.92、12.25 亿），截止目前 277 亿市值，对应 PE 分别为 40/25/16X。维持公司“买入”评级。
- **风险提示事件：**黄金价格波动风险；矿山开采项目不达预期的风险；外汇波动等风险。

**图表 1: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)**

报表预测						
利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2587.01	2153.12	6068.46	6383.23	7535.87	9571.46
减: 营业成本	1952.61	1733.21	4847.94	4645.99	5079.52	5924.29
营业税金及附加	32.46	35.89	166.80	191.50	226.08	287.14
营业费用	1.95	3.42	46.47	21.27	25.11	31.90
管理费用	245.58	192.71	342.22	382.99	422.01	564.72
财务费用	76.29	79.04	273.29	56.51	39.54	32.46
资产减值损失	9.19	187.71	-28.11	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-55.57	-10.20	-10.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	64.35	-14.92	10.67	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-47.93	-123.66	0.00	0.00	0.00
营业利润	277.71	-151.91	296.55	1084.98	1743.61	2730.95
加: 其他非经营损益	-0.16	0.79	-72.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	277.55	-151.12	224.50	1084.98	1743.61	2730.95
减: 所得税	31.96	48.51	73.59	325.49	523.08	819.28
净利润	245.59	-199.63	150.91	759.48	1220.53	1911.66
减: 少数股东损益	7.87	19.45	21.44	75.95	122.05	191.17
归属母公司股东净利润	237.72	-219.08	188.01	683.53	1098.48	1720.50
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	-42.12	57.38	337.06	660.40	1235.80	1604.72
应收和预付款项	451.04	455.52	541.37	202.29	804.87	473.86
存货	1511.59	2042.89	2207.25	2954.96	2688.95	3893.60
其他流动资产	145.81	43.07	58.36	58.36	58.36	58.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1663.29	3262.89	3159.13	3369.46	3556.42	3720.01
无形资产和开发支出	786.63	1534.53	1011.01	1011.01	1011.01	1011.01
其他非流动资产	201.46	177.00	203.66	201.92	200.17	200.17
资产总计	4717.70	7573.28	7531.74	8581.04	9678.22	11084.38
短期借款	128.93	158.89	385.12	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	281.92	477.86	557.49	700.37	674.07	923.85
长期借款	881.42	766.10	768.07	768.07	768.07	768.07
其他负债	594.99	3343.93	2546.11	2969.43	2872.38	2805.30
负债合计	1887.25	4746.77	4256.79	4437.87	4314.52	4497.22
股本	1426.38	1426.38	1555.17	1663.91	1663.91	1663.91
资本公积	230.43	218.94	232.36	232.36	232.36	232.36
留存收益	1096.54	874.34	1155.59	1839.12	2937.60	3969.90
归属母公司股东权益	2753.34	2519.66	2943.11	3735.39	4833.86	5866.16
少数股东权益	77.11	306.84	331.84	407.78	529.84	721.00
股东权益合计	2830.45	2826.51	3274.95	4143.17	5363.70	6587.17
负债和股东权益合计	4717.70	7573.28	7531.74	8581.04	9678.22	11084.38
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	-375.64	375.80	485.34	575.35	945.70	1390.36
投资性现金净流量	-243.05	-1007.39	-388.76	189.61	-330.75	-300.78
筹资性现金净流量	407.82	721.44	153.67	-441.63	-39.54	-720.66
现金流量净额	-210.87	83.23	249.35	323.33	575.41	368.92

来源: 公司公告, 中泰证券研究所, 注: 股本单位为百万股

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。