

## 赤峰黄金 (600988.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.61 元

## 产量加速释放, 找矿前景乐观

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.64
已上市流通 A 股(亿股)	15.35
总市值(亿元)	259.74
年内股价最高最低(元)	23.65/7.39
沪深 300 指数	5007
上证指数	3405



## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.121	0.471	0.849	1.259	1.510
每股净资产(元)	1.89	2.46	2.90	3.36	3.87
每股经营性现金流(元)	0.28	0.63	1.11	1.90	2.19
市盈率(倍)	41.61	38.01	18.38	12.40	10.34
净利润增长率(%)	-241.31%	317.01%	80.22%	48.26%	19.96%
净资产收益率(%)	6.39%	19.18%	29.23%	37.43%	38.98%
总股本(百万股)	1,555.17	1,663.91	1,663.91	1,663.91	1,663.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司发布 20 年年报, 营收 45.58 亿元, 同比减少 24.89%; 归母净利润 7.84 亿元, 同比增长 317.01%; 基本 EPS 0.47 元。

## 经营分析

- 老挝项目提前投产, 黄金产量大幅增长: 20 年公司矿产金产量 4.59 吨、销量 3.9 吨, 与 19 年相比, 分别增长 2.59 吨和 1.86 吨, 产销量的大幅增长来自于万象矿业黄金生产的重启。Sepon 矿山上部是铜、下部是金, 随着铜矿的开采完毕, 未来该矿山将以黄金为主。万象矿业的氧化矿和原生矿处理系统分别于 20 年 5 月和 8 月投产运行, 达产后年处理能力将增至 300 万吨。
- 矿产金成本略有增长, 未来存在下降空间: 由于万象矿业的黄金入选品位偏低且未完全达产, 这导致公司克金成本同比出现增长。20 年公司克金生产成本 202.1 元, 较 19 年增加 76.32 元。未来随着万象矿业采选规模的增长和深部原生矿资源的利用, 克金成本存在下降空间。
- 剥离资产聚焦主业, 产品结构调整为金为主: 20 年公司完成雄风环保的剥离, 该事项导致公司营业收入同比出现下降。与此同时, 万象矿业上部铜矿资源开发完毕也导致了矿产铜收入的下降。随着以上事项的完成, 公司主业正在调整为以金为主, 以高利润的采选业务为主。资产剥离后获得的资金将用于现有矿山资源勘探、现有矿山技改等活动, 提升长期竞争力。
- 资源勘探前景广阔, 主力矿山增储可期: 根据公司建大矿、上规模的战略目标, 公司积极推进资源勘探工作。根据公司披露, 境内五龙矿业成矿背景优越, 已经完成总体勘察设计, 预计黄金资源储量有重大突破。未来三年, 公司境内黄金资源预计新增 65.76 吨。根据公司披露, 境外万象矿业尚未按照 JORC 标准编制的新增金资源量约 138.5 万盎司, 较现有资源量新增 42%。
- 通胀背景下, 金价走势乐观: 随着全球经济复苏, 全球通胀率将出现回升, 美联储不急于收紧流动性的表态对金价构成支撑。

## 盈利调整与投资建议

- 我们预计 21-23 年黄金价格 390/395/400 元, 黄金产量 10/16/19 吨, 预计公司未来三年归母净利润 14.13 (下调 4%) /20.95 (下调 17%) /25.13 亿元, EPS 0.85/1.26/1.51 元, 对应 PE18/12/10X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 金价下跌; 产量低于预期; 矿山进度低于预期; 安全和环保风险。

## 相关报告

1. 《公司战略稳步推进, 成长逻辑继续验证-赤峰黄金加纳并购项目点评》, 2020.12.16
2. 《量价齐升, 三季报超预期-赤峰黄金三季报点评》, 2020.10.19
3. 《逻辑逐步兑现, 产量有望快速增长-赤峰黄金半年报点评》, 2020.7.31
4. 《建大矿上规模, 剥离资产回归主业-赤峰黄金年报和一季报点评》, 2020.5.5
5. 《黄金新贵 战略重塑-赤峰黄金 (600988) 首次覆盖报告》, 2020.4.17

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002  
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001  
fengmengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,153	6,068	4,558	4,718	6,895	8,174
增长率		181.8%	-24.9%	3.5%	46.2%	18.5%
主营业务成本	-1,733	-4,848	-3,153	-2,366	-3,438	-4,045
%销售收入	80.5%	79.9%	69.2%	50.1%	49.9%	49.5%
毛利	420	1,221	1,405	2,352	3,457	4,129
%销售收入	19.5%	20.1%	30.8%	49.9%	50.1%	50.5%
营业税金及附加	-36	-167	-143	-148	-217	-257
%销售收入	1.7%	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
销售费用	-3	-46	-15	-16	-23	-27
%销售收入	0.2%	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-193	-342	-326	-337	-492	-584
%销售收入	9.0%	5.6%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
研发费用	-48	-73	-74	-77	-112	-133
%销售收入	2.2%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	140	592	847	1,774	2,613	3,128
%销售收入	6.5%	9.8%	18.6%	37.6%	37.9%	38.3%
财务费用	-79	-227	86	32	45	62
%销售收入	3.7%	3.7%	-1.9%	-0.7%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	-188	-28	17	-11	-5	-3
公允价值变动收益	-15	11	-21	0	0	0
投资收益	-10	-10	92	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	9.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-93	374	1,016	1,812	2,670	3,205
营业利润率	n.a	6.2%	22.3%	38.4%	38.7%	39.2%
营业外收支	1	-72	-9	0	0	0
税前利润	-92	302	1,006	1,812	2,670	3,205
利润率	n.a	5.0%	22.1%	38.4%	38.7%	39.2%
所得税	-21	-93	-183	-329	-485	-582
所得税率	n.a	30.7%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%
净利润	-114	209	824	1,483	2,185	2,623
少数股东损益	19	21	40	70	90	110
归属于母公司的净利润	-133	188	784	1,413	2,095	2,513
净利率	n.a	3.1%	17.2%	30.0%	30.4%	30.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-114	209	824	1,483	2,185	2,623
少数股东损益	19	21	40	70	90	110
非现金支出	479	1,110	618	595	724	857
非经营收益	115	208	0	7	2	2
营运资金变动	-94	-1,089	-400	-245	251	160
经营活动现金净流	387	439	1,042	1,840	3,161	3,642
资本开支	-221	-434	-967	-1,060	-1,060	-1,060
投资	-785	50	1,301	6	0	0
其他	-2	-4	-158	0	0	0
投资活动现金净流	-1,007	-389	176	-1,054	-1,060	-1,060
股权募资	0	0	503	0	0	0
债权募资	-90	-9	-643	-167	0	0
其他	804	162	-321	-674	-1,333	-1,666
筹资活动现金净流	715	153	-461	-842	-1,333	-1,666
现金净流量	94	203	757	-55	769	916

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	218	531	2,131	2,076	2,844	3,760
应收账款	348	427	623	724	1,058	1,255
存货	2,043	2,207	772	1,106	1,608	1,892
其他流动资产	151	183	51	63	90	105
流动资产	2,760	3,349	3,577	3,970	5,601	7,012
%总资产	35.6%	43.0%	49.6%	49.1%	55.7%	60.1%
长期投资	5	23	5	5	5	5
固定资产	3,263	3,159	2,588	3,069	3,415	3,627
%总资产	42.1%	40.6%	35.9%	38.0%	34.0%	31.1%
无形资产	1,568	1,014	806	801	795	790
非流动资产	4,989	4,436	3,639	4,115	4,456	4,662
%总资产	64.4%	57.0%	50.4%	50.9%	44.3%	39.9%
资产总计	7,748	7,785	7,216	8,084	10,056	11,674
短期借款	186	734	428	263	263	263
应付款项	519	557	283	322	468	550
其他流动负债	418	244	380	474	644	748
流动负债	1,123	1,535	1,090	1,059	1,374	1,561
长期贷款	69	38	26	26	26	26
其他长期负债	3,730	2,937	1,657	1,741	2,544	3,015
负债	4,922	4,510	2,773	2,825	3,944	4,602
普通股股东权益	2,520	2,943	4,088	4,834	5,597	6,446
其中：股本	1,426	1,555	1,664	1,664	1,664	1,664
未分配利润	1,105	1,350	2,129	2,876	3,640	4,489
少数股东权益	307	332	355	425	515	625
负债股东权益合计	7,748	7,785	7,216	8,084	10,056	11,674

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	-0.093	0.121	0.471	0.849	1.259	1.510
每股净资产	1.766	1.892	2.457	2.905	3.364	3.874
每股经营现金净流	0.271	0.282	0.626	1.106	1.900	2.189
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.400	0.800	1.000
回报率						
净资产收益率	-5.28%	6.39%	19.18%	29.23%	37.43%	38.98%
总资产收益率	-1.72%	2.42%	10.87%	17.48%	20.83%	21.53%
投入资本收益率	4.56%	8.59%	14.15%	26.16%	33.40%	34.78%
增长率						
主营业务收入增长率	-16.77%	181.85%	-24.89%	3.50%	46.16%	18.54%
EBIT 增长率	-60.51%	322.98%	43.07%	109.47%	47.27%	19.74%
净利润增长率	-148.5%	-241.31%	317.01%	80.22%	48.26%	19.96%
总资产增长率	60.11%	0.47%	-7.31%	12.04%	24.39%	16.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.3	8.3	5.9	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	374.3	160.0	172.4	172.4	172.4	172.4
应付账款周转天数	39.2	14.6	24.8	24.8	24.8	24.8
固定资产周转天数	521.6	175.9	187.2	194.9	135.8	110.6
偿债能力						
净负债/股东权益	25.97%	29.63%	-37.80%	-34.02%	-41.84%	-49.12%
EBIT 利息保障倍数	1.8	2.6	-9.9	-55.5	-58.4	-50.3
资产负债率	63.52%	57.93%	38.42%	34.95%	39.22%	39.42%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	4	26
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.50	1.20	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-17	买入	8.85	N/A
2	2020-05-05	买入	8.33	N/A
3	2020-07-31	买入	16.70	N/A
4	2020-10-19	买入	18.43	N/A
5	2020-12-16	买入	17.20	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402