

## 证券研究报告

### 公司研究

### 公司点评报告

#### 赤峰黄金(600988)

投资评级 买入

上次评级

姜永刚

执业编号: S1500520010002

联系电话: 010-83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

黄礼恒

执业编号: S1500520040001

联系电话: 18811761255

邮箱: huangliheng@cindasc.com

### 相关研究

公司事件点评: 剥离雄风, 轻装上阵 (2020.12.28)

公司事件点评: 一体两翼, 羽翼渐丰 (2020.12.17)

公司事件点评: 共生共长, 彰显信心 (2020.11.17)

公司事件点评: 员工持股增信心, 产量锁定不动摇  
(2020.09.28)

公司半年报点评: 金价上涨助业绩提升, 资产剥离将  
增强资金实力 (2020.08.03)

公司事件点评: 产量承诺保证业绩增长, 高管全员大  
额认购彰显信心 (2020.06.23)

公司深度报告: 聚焦黄金主业, 受益量价齐升  
(2020.05.07)

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 多措并举, 快速发展

2021年03月22日

**事件:** 公司发布 2020 年年报, 公司实现营业收入 45.58 亿元, 同比下降 24.89%; 实现归母净利润 7.84 亿元, 同比增长 3.17 倍; 扣非归母净利润为 6.79 亿元, 同比增长 2.7 倍; EPS 为 0.47 元/股, 同比增长 2.6 倍。

**点评:**

- **黄金业务量价齐升, 归母净利大幅增长。**产量方面: Sepon 金矿氧化矿及原生矿处理系统达产, 国内矿山生产效率的提高, 黄金产量同比上升 1.22 倍至 4588 千克; 价格方面: 2020 年黄金平均价格上涨 23.89% 至 387 元/克; 受益量价齐升, 公司采矿板块毛利率提升 10.82 个 pct 至 37.42%。此外, 公司通过提前兑付公司债券清偿借款, 有息负债明显下降, 资产负债率由年初的 57.93% 下降至年末的 38.42%, 财务费用大幅下降资产结构有所改善, 经营期间公司通过加大降本增效力度、建立及时兑现激励等机制, 员工效率大幅提高。综合以上原因, 公司实现全年归母净利润同比大幅增长 3.17 倍至 7.84 亿元。
- **外延并购内生扩能, 黄金资源量提升。**据公司公告, 截至 2020 年末, 根据公司内部评估的探矿成果, 万象矿业 2019 年公布资源量 330 万盎司基础上核增金资源量约 138.5 万盎司, 对应黄金资源量约 43 吨, 矿山资源量提升 42% 至 146 吨; 公司计划 2021-2023 年在国内现有矿山投入坑探工程, 预计将获得黄金资源量 65.76 吨、有色金属资源量 40 万吨。同时, 公司于 2020 年 12 月 15 日以现金方式收购 Mensin Bibiani Pty Ltd 100% 股权, Bibiani 矿山金属量 250 万盎司 (约 70.87 吨) 黄金, 按照 Sepon 最新资源量同时考虑 Bibiani 70.87 吨新增资源量, 公司合计黄金资源量约增长 113.87 吨至 258.13 吨, 公司通过外延并购及内生扩能并举的方式, 有效增强金矿资源量。
- **剥离雄风, 轻装上阵。**公司于 2020 年 12 月 26 日公告, 公司已将旗下雄风环保 100% 股权过户登记至瀚丰联合名下, 不再持有雄风环保股权, 雄风环保的剥离总计可为公司回笼资金 23.7 亿元。当前公司正处在资本投入密集期, 五龙矿业技改、LXML 金矿项目建设以及进一步开启海外金矿并购等方面均需要大量资金, 雄风环保的剥离, 可有效缓解公司资金压力, 降低公司财务费用, 优化公司债务结构, 为继续践行聚焦黄金主业的战略提供资金保障。
- **通胀预期回升, 金价仍有支撑。**当前全球流动性仍在继续投放, 叠加拜登 1.9 亿刺激方案落地, 鲍威尔表示将继续坚持宽松货币政策, 同时近期美国首次申请失业救济人数仍有波动显示当前就业市场复苏具有间歇性, 市场仍需流动性的呵护, 贵金属价格仍有支撑。此外, 伴随全球范围内疫苗加速投入使用, 经济复苏趋势逐步明朗, 在流动性充足及经济复苏的拉动下, 通胀预期将回升, 黄金价格有望回升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.95、

1.66、1.93 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 17x、9x、8x。考虑公司未来黄金产量逐渐释放，黄金价格仍有支撑，给予公司“买入”评级。

- **风险因素：**贵金属及工业金属价格大幅下滑，五龙矿业技改工程进度不及预期，海外矿山所在国政治政策风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	6,068	4,558	5,040	7,929	8,994
增长率 YoY %	156.7%	-24.9%	10.6%	57.3%	13.4%
归属母公司净利润 (百万元)	188	784	1,574	2,763	3,211
增长率 YoY%	467.0%	317.0%	100.7%	75.5%	16.2%
毛利率%	20.1%	30.8%	47.4%	51.7%	52.2%
净资产收益率ROE%	6.4%	19.2%	21.5%	27.4%	24.2%
EPS(摊薄)(元)	0.11	0.47	0.95	1.66	1.93
市盈率 P/E(倍)	44.52	38.01	16.50	9.40	8.09
市净率 P/B(倍)	2.84	7.29	3.56	2.58	1.96

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 03 月 19 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	3,348	3,577	12,424	19,130	26,156	
货币资金	531	2,131	11,041	17,049	23,809	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	8	9	14	16	
预付账款	117	41	34	49	55	
存货	2,207	772	649	938	1,053	
其他	353	625	690	1,080	1,223	
<b>非流动资产</b>	4,436	3,639	81	-3,477	-7,036	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2,925	2,337	-588	-3,513	-6,438	
无形资产	650	757	108	-542	-1,191	
其他	862	544	561	577	593	
<b>资产总计</b>	7,785	7,216	12,505	15,653	19,120	
<b>流动负债</b>	1,535	1,090	879	1,125	1,220	
短期借款	385	165	0	0	0	
应付票据	285	0	0	0	0	
应付账款	182	247	208	301	337	
其他	683	678	671	824	882	
<b>非流动负债</b>	2,975	1,683	3,888	3,888	3,888	
长期借款	38	26	2,231	2,231	2,231	
其他	2,937	1,657	1,657	1,657	1,657	
<b>负债合计</b>	4,510	2,773	4,766	5,012	5,107	
少数股东权益	332	355	435	574	736	
归属母公司	2,943	4,088	7,303	10,066	13,277	
<b>负债和股东权益</b>	7,785	7,216	12,505	15,653	19,120	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	6,068	4,558	5,040	7,929	8,994	
同比	156.7	-24.9%	10.6%	57.3%	13.4%	
归属母公司净利润	188	784	1,574	2,763	3,211	
同比	467.0	317.0%	100.7%	75.5%	16.2%	
毛利率(%)	20.1%	30.8%	47.4%	51.7%	52.2%	
ROE%	6.4%	19.2%	21.5%	27.4%	24.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.11	0.47	0.95	1.66	1.93	
P/E	44.52	38.01	16.50	9.40	8.09	
P/B	2.84	7.29	3.56	2.58	1.96	
EV/EBITDA	5.25	18.97	-3.98	-3.86	-2.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	6,068	4,558	5,040	7,929	8,994	
营业成本	4,848	3,153	2,653	3,833	4,301	
营业税金及	167	143	159	249	283	
销售费用	46	15	17	26	30	
管理费用	342	326	360	566	642	
研发费用	73	74	82	129	146	
财务费用	227	-86	-62	-164	-248	
减值损失合	-28	-17	67	67	67	
投资净收益	-10	92	102	160	181	
其他	48	8	19	30	34	
<b>营业利润</b>	374	1,016	2,020	3,546	4,121	
营业外收支	-72	-9	0	0	0	
<b>利润总额</b>	302	1,006	2,020	3,546	4,122	
所得税	93	183	367	644	748	
<b>净利润</b>	209	824	1,653	2,902	3,373	
少数股东损	21	40	79	139	162	
<b>归属母公司</b>	188	784	1,574	2,763	3,211	
EBITDA	1,674	1,482	-6,610	-5,255	-4,789	
EPS(当	0.11	0.47	0.95	1.66	1.93	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	433	1,072	-6,874	-6,157	-5,426	
净利润	209	824	1,653	2,902	3,373	
折旧摊销	1,082	636	-8,380	-8,380	-8,380	
财务费用	185	60	5	1	1	
投资损失	10	-92	-102	-160	-181	
营运资金变	-1,089	-400	17	-453	-171	
其它	35	45	-67	-67	-67	
<b>投资活动现</b>	-389	176	12,107	12,166	12,187	
资本支出	-434	-967	12,005	12,006	12,006	
长期投资	50	1,301	0	0	0	
其他	-4	-158	102	160	181	
<b>筹资活动现</b>	154	-465	3,677	-1	-1	
吸收投资	0	503	567	0	0	
借款	-9	-643	2,040	0	0	
支付利息或	-73	-67	-5	-1	-1	
<b>现金流净增</b>	197	787	8,910	6,007	6,760	
<b>加额</b>						

## 研究团队简介

**姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。**中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

**黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。**中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

**董明斌，**中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

**云琳，**乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东总监	王莉本	18121125183	<a href="mailto:wangliben@cindasc.com">wangliben@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。