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 买入

娄永刚

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：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

赤峰黄金：海外并购，再下一城

2021 年 11 月 02 日

事件：赤峰黄金 2020 年 11 月 1 日公告，公司拟通过全资子公司赤金香港按照每股 3.91 美元的价格，以现金方式收购金星资源全部已发行和流通的普通股的 62%，交易对价约 2.91 亿美元。

点评：

- **海外并购，再下一城。**赤峰黄金（以下简称“公司”）拟通过全资子公司赤金香港按照每股 3.91 美元的价格，以现金方式收购加拿大金星资源全部已发行和流通的普通股的 62%（公司在纽约、多伦多和加纳股票交易所三地上市），交易对价约 2.91 亿美元（约合人民币 18.62 亿元），该公司核心资产为位于加纳最大黄金成矿带阿散蒂金矿带上的大型年轻在产矿 Wassa 金矿（金星资源目前持有其 90%股份，另外 10%由加纳政府持有）。Wassa 金矿于 2017 年开始井下生产，截至 2020 年矿山共有资源量 1172 万盎司（364.8 吨），平均品位 3.53 克/吨，其中探明+控制的资源量为 353.7 万盎司（110 吨），矿山目前生产区域具备完善的生产系统，井下设备设施齐全，拥有日处理能力约 8000t 的选冶厂及生产所需设备。Wassa 金矿区控矿构造规模大、成矿物质运移通道畅通、具有良好的赋矿空间，且经多期次成矿叠加，存在很好的找矿潜力。

- **以“金”为主，再添羽翼。**Wassa 金矿是一座在产矿山，产量和资源规模大，选冶综合回收率高，运营成本低，且正处于良好的生命周期，现金流良好。据金星资源公告，Wassa 矿山 2019-2021H1 金矿产量为 156/167.6/78 koz（5/5.4/2.5 吨）三年产量变动较为平均，2021 年黄金产量指引约为 165-175koz（5.3-5.6 吨），矿山 2021 年 H1 平均现金成本约为 735 $/oz（169 元/g），成本较低。根据金星资源已发布的 PEA（初步经济性调查）报告，矿山经产能提升改造后，黄金产量将有显著提升，此次交易符合公司“以金为主”的发展战略，若本次成功收购 Wassa 金矿控制权，公司可以快速获得优质资源、提高黄金资源储备，并有利于拓展公司国际化布局基础，增强公司持续经营能力和盈利规模。

- **黄金价格中枢或长期向上。**当前美联储加息预期对金价影响在边际递减，而大宗商品价格上涨对金价传导具有时滞性，预期四季度末至 2022 年年初金价上升窗口将打开，同时当前美元全球货币主导地位有所下滑，长期将继续受人民币国际化及外汇储备多元化的挑战，美元国际货币主导地位逐渐降低，而黄金将在此期间维持上行趋势。

- **盈利预测与投资评级：**暂不考虑并购成功后带来业绩增厚，我们预计 2021-2022 年公司 EPS 分别为 0.54、1.13、1.21 元，对应当前股价的 PE 分别为 31x、15x、14x。考虑黄金价格中长期上行趋势仍将延续，且公司黄金产量将伴随 Sepon 金矿达产快速增长，维持公司“买

入”评级。

- **风险因素：**贵金属及工业金属价格大幅下滑，万象矿业投产及五龙技改工程进展不及预期，外海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	3,980	7,306	7,476
增长率 YoY %	156.7%	-24.9%	-12.7%	83.6%	2.3%
归属母公司净利润(百万元)	188	784	905	1,877	2,009
增长率 YoY%	467.0%	317.0%	15.4%	107.5%	7.0%
毛利率%	20.1%	30.8%	38.3%	41.3%	42.6%
净资产收益率 ROE%	6.4%	19.2%	18.1%	27.3%	22.6%
EPS(摊薄)(元)	0.13	0.47	0.54	1.13	1.21
市盈率 P/E(倍)	38.69	38.11	31.34	15.11	14.11
市净率 P/B(倍)	2.84	7.29	5.68	4.13	3.19

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2021 年 11 月 01 日收盘价

注：本次盈利预测暂不考虑并购对公司业绩影响

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,348	3,577	4,164	6,180	8,148
货币资金	531	2,131	2,977	4,066	6,011
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	139	8	7	13	13
预付账款	117	41	32	55	55
存货	2,207	772	601	1,051	1,051
其他	353	625	547	996	1,019
非流动资产	4,436	3,639	3,801	3,962	4,124
长期股权投	0	0	0	0	0
固定资产	2,925	2,337	2,694	3,051	3,408
无形资产	650	757	865	973	1,081
其他	862	544	241	-62	-365
资产总计	7,785	7,216	7,966	10,146	12,277
流动负债	1,535	1,090	883	1,077	1,082
短期借款	385	165	10	5	5
应付票据	285	0	0	0	0
应付账款	182	247	247	247	247
其他	683	678	625	824	830
非流动负债	2,975	1,683	1,683	1,683	1,683
长期借款	38	26	26	26	26
其他	2,937	1,657	1,657	1,657	1,657
负债合计	4,510	2,773	2,566	2,759	2,765
少数股东权益	332	355	408	517	634
归属母公司	2,943	4,088	4,993	6,869	8,878
负债和股东权益	7,785	7,216	7,966	10,146	12,277

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,068	4,558	3,980	7,306	7,476
同比	156.7	-24.9%	-12.7%	83.6%	2.3%
归属母公司净利润	188	784	905	1,877	2,009
同比	467.0	317.0%	15.4%	107.5%	7.0%
毛利率（%）	20.1%	30.8%	38.3%	41.3%	42.6%
ROE%	6.4%	19.2%	18.1%	27.3%	22.6%
EPS (摊薄)(元)	0.13	0.47	0.54	1.13	1.21
P/E	38.69	38.11	31.34	15.11	14.11
P/B	2.84	7.29	5.68	4.13	3.19
EV/EBITDA	5.24	18.97	24.59	11.02	9.52

利润表					单位:百万元
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,068	4,558	3,980	7,306	7,476
营业成本	4,848	3,153	2,455	4,292	4,292
营业税金及	167	143	176	323	330
销售费用	46	15	10	19	19
管理费用	342	326	114	210	215
研发费用	73	74	40	74	75
财务费用	227	-86	-21	-34	-49
减值损失合	-28	-17	8	8	8
投资净收益	-10	92	-38	0	0
其他	48	8	1	3	3
营业利润	374	1,016	1,177	2,433	2,603
营业外收支	-72	-9	-9	-9	-9
利润总额	302	1,006	1,168	2,423	2,594
所得税	93	183	211	437	468
净利润	209	824	957	1,986	2,126
少数股东损	21	40	53	109	117
归属母公司	188	784	905	1,877	2,009
EBITDA	1,676	1,482	1,044	2,230	2,378
EPS (当	0.13	0.47	0.54	1.13	1.21

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	433	1,072	1,157	1,210	2,061
净利润	209	824	957	1,986	2,126
折旧摊销	1,082	636	-51	-51	-51
财务费用	185	60	5	2	2
投资损失	10	-92	38	0	0
营运资金变	-1,089	-400	207	-729	-17
其它	35	45	1	2	2
投资活动现	-389	176	-152	-114	-114
资本支出	-434	-967	-112	-113	-113
长期投资	50	1,301	-2	-2	-2
其他	-4	-158	-38	0	0
筹资活动现	154	-465	-160	-7	-2
吸收投资	0	503	0	0	0
借款	503	455	-155	-5	0
支付利息或	-73	-67	-5	-2	-2
现金流净增加额	197	787	846	1,088	1,945

研究团队简介

娄永刚，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，从事铜、镍、新材料、稀土磁材及钢铁等研究。

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开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

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。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：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。