万联证券 WANLIAN SECURITIES

着眼战略和管理，淡化周期，分享成长

——赤峰黄金（600988 ）年报点评报告

增持（维持）

日期：2021 年 03 月 21 日

事件：

公司发布 2020 年年报，全年实现营收 45.6 亿元、同比-24.9%，归母净利润 7.8 亿元、同比+317.0%，扣非归母净利润 6.8 亿元、同比+273.3%；基本 EPS 为 0.47 元。

投资要点：

- **矿金单位成本后续有下降空间，2021 年产量计划的支撑增强：**公司营收下降与雄风环保出售 2020 年 7 月后停止并表有关，鉴于此前已发布预告，年度业绩市场预期已经较为充分，**我们重点提示，1）矿金单位成本后续有下降空间。**2020 年克金成本 202 元，同比增加 76 元，主要受万象矿业的黄金入选品位偏低且未达产影响，后续预计随万象矿业满产和深部原生矿资源的利用，克金成本存在下降空间。**2）2021 年产量计划支撑增强。**公司 2020 年矿产金产量 4.6 吨，略超 4.5 吨计划；维持 2021 年矿产金 10 吨产量计划，预计 2021 年资本开支 20 亿元、明显高出 2020 年 10 亿元不到水平，我们判断资本开支的加速将为公司产量目标提供更强力支撑。
- **新增资源，为公司积极的产量目标提供更多保障：**公司于 2020 年末进行收购，实际持有位于加纳 Bibiani 金矿 90%权益，新增矿产金权益储量 63.8 吨，矿金从此前 134.1 吨增至 205.0 吨、权益储量从此前 124.7 吨增至 188.5 吨，加之公司采矿权/探矿权分别为国内矿山 8/16 宗、老挝万象矿业 1/1 宗、加纳 Bibiani 金矿 1/2 宗，勘探增储空间巨大，为公司 20-22 年 4.5/10/16 吨矿金产量目标提供更多资源保障。
- **当前时点如何看待金价？**2020 年 8 月以来，黄金价格整体持续调整。中期维度，黄金作为 0 现金流资产，实际利率是持有黄金的机会成本，金价与美国实际利率具有稳定的负相关性。就当前而言，疫后经济复苏名义利率和通胀预期同步上行，导致实际利率再向下空间有限、向上可能性则更大，故我们认为当前单纯投资黄金的性价比并不高。
- **战略和管理不断打开成长边界：**公司贯彻“以金为主”的发展战略，董事长王建华先生带领管理层转变观念，打开边界，提升整体认知水平，进行了深刻的内部改革。公司管理团队的认知格局日渐提升，领导干部的自我成长意识逐渐提高，自我追求、共生共长理念逐渐形成。
- **盈利预测与投资建议：**黄金的货币共识和库存基本保持稳定决定了黄金长期的抗通胀属性，21-23 年伦敦金现按 1,734.5/1,838.5/1,948.9 美元，同时考虑公司资源增厚以及资本开支提升，21-23 年矿产金产量按 10/16/16 吨，预计公司 20-22 年净利润为 11.4/20.8/22.7 亿元，对应 PE 为 22.8/12.5/11.4 倍。当前估值水平下，我们建议着眼公司长期战略和优秀管理，淡化周期，分享成长，维持“增持”评级。
- 风险因素：金价不及预期，矿产金产量不及预期。

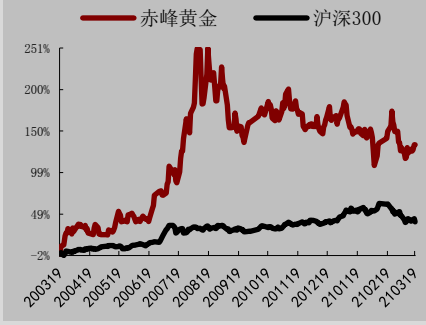
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	45.6	59.0	85.6	89.5
增长比率	-24.9%	29.5%	45.1%	4.5%
净利润(亿元)	7.8	11.4	20.8	22.7
增长比率	317.0%	45.6%	82.0%	9.5%
每股收益(元)	0.47	0.69	1.25	1.37
市盈率(倍)	33.1	22.8	12.5	11.4

资料来源：Wind，万联证券研究所

基础数据

行业	
公司网址	
大股东/持股	赵美光/30.27%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	1,663.91
流通A股（百万股）	1,535.12
收盘价（元）	15.72
总市值（亿元）	261.57
流通A股市值（亿元）	241.32

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2021 年 03 月 19 日

相关研究

万联证券研究所 20201019_公司三季报点评_战略专注金矿迎收成，长期发展值得期待_赤峰黄金

分析师： 夏振荣
执业证书编号：S0270520090002
电话：01056508505
邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

研究助理： 阮鹏
电话：18275035519
邮箱：ruanpeng@wlzq.com.cn

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**3,577**	**3,438**	**4,613**	**4,499**
货币资金	2,131	1,475	2,141	1,790
应收票据及应收账款	8	10	15	16
其他应收款	615	599	887	968
预付账款	41	86	97	97
存货	772	1,228	1,404	1,528
其他流动资产	10	40	70	100
非流动资产	**3,639**	**5,145**	**6,588**	**8,082**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,337	2,872	4,294	4,817
在建工程	250	1,200	1,200	2,150
无形资产	757	777	797	817
其他长期资产	294	295	296	297
资产总计	**7,216**	**8,583**	**11,201**	**12,581**
流动负债	**1,090**	**1,196**	**2,307**	**2,036**
短期借款	165	66	975	677
应付票据及应付账款	247	358	440	442
预收账款	0	21	23	23
其他流动负债	678	751	868	894
非流动负债	**1,683**	**1,685**	**1,685**	**1,685**
长期借款	26	29	29	29
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,657	1,657	1,657	1,657
负债合计	**2,773**	**2,882**	**3,992**	**3,721**
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
资本公积	627	627	627	627
留存收益	2,178	3,307	4,761	6,354
归属母公司股东权益	4,088	5,299	6,753	8,345
少数股东权益	355	403	456	514
负债和股东权益	**7,216**	**8,583**	**11,201**	**12,581**

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**1,072**	**1,418**	**2,558**	**2,901**
净利润	824	1,189	2,130	2,333
折旧摊销	636	515	578	527
营运资金变动	-400	-312	-308	-209
其它	13	27	157	249
投资活动现金流	**176**	**-2,016**	**-2,014**	**-2,014**
资本支出	-967	-2,017	-2,013	-2,013
投资变动	1,301	0	0	0
其他	-158	0	-1	-1
筹资活动现金流	**-465**	**-58**	**121**	**-1,238**
银行借款	455	-96	909	-299
债券融资	0	0	0	0
股权融资	503	0	0	0
其他	-1,423	38	-788	-939
现金净增加额	**787**	**-656**	**665**	**-350**
期初现金余额	**389**	**2,131**	**1,475**	**2,141**
期末现金余额	**1,176**	**1,475**	**2,141**	**1,790**

利润表 单位：百万元

至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**4,558**	**5,901**	**8,563**	**8,952**
营业成本	3,153	3,507	4,720	4,720
营业税金及附加	143	236	343	358
销售费用	15	38	48	58
管理费用	326	561	571	581
研发费用	74	83	93	103
财务费用	-86	25	147	237
资产减值损失	-17	11	0	0
公允价值变动收益	-21	-6	0	0
投资净收益	92	7	0	0
资产处置收益	8	7	7	7
营业利润	**1,016**	**1,490**	**2,663**	**2,917**
营业外收入	0	1	0	0
营业外支出	10	5	0	0
利润总额	**1,006**	**1,486**	**2,663**	**2,917**
所得税	183	297	533	583
净利润	**824**	**1,189**	**2,130**	**2,333**
少数股东损益	40	48	53	58
归属母公司净利润	**784**	**1,141**	**2,077**	**2,275**
EBITDA	1,482	1,991	3,366	3,659
EPS（元）	0.47	0.69	1.25	1.37

主要财务比率

至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-24.9%	29.5%	45.1%	4.5%
营业利润	171.3%	46.7%	78.8%	9.5%
归属于母公司净利润	317.0%	45.6%	82.0%	9.5%
获利能力				
毛利率	30.8%	40.6%	44.9%	47.3%
净利率	18.1%	20.1%	24.9%	26.1%
ROE	19.2%	21.5%	30.8%	27.3%
ROIC	14.2%	19.5%	26.3%	25.5%
偿债能力				
资产负债率	38.4%	33.6%	35.6%	29.6%
净负债比率	-37.8%	-19.6%	-12.1%	-9.3%
流动比率	3.28	2.87	2.00	2.21
速动比率	2.54	1.78	1.35	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.69	0.76	0.71
应收账款周转率	566.68	566.68	566.68	566.68
存货周转率	4.09	2.86	3.36	3.09
每股指标（元）				
每股收益	0.47	0.69	1.25	1.37
每股经营现金流	0.64	0.85	1.54	1.74
每股净资产	2.46	3.18	4.06	5.02
估值比率				
P/E	33.13	22.76	12.50	11.42
P/B	6.35	4.90	3.85	3.11
EV/EBITDA	18.97	12.49	7.46	6.87

资料来源：Wind，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)