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

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：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

剥离雄风，轻装上阵

2020 年 12 月 28 日

事件：赤峰黄金 2020 年 12 月 26 日公告，截至 2020 年 12 月 25 日，包括第一期出售对价在内，瀚丰联合已向公司支付出售对价人民币 13.098 亿元，超过出售协议约定的第二期出售对价（人民币 12.789 亿万元），已满足雄风环保过户手续，公司已将雄风环保 100%股权过户登记至瀚丰联合名下，不再持有雄风环保股权。

点评：

- **剥离雄风，轻装上阵。**雄风环保主要从事有色金属资源综合回收利用业务，为公司非主营业务。2020 年 H1 雄风环保实现主营业务收入 7.99 亿元，净利润 1458 万元，净利率 1.8%。赤峰黄金 2020 年 H1 26.46 亿元，归母净利润为 2.22 亿元，净利率 8.4%，该业务对公司业绩贡献有限。同时，雄风环保属资金密集型企业，采购原材料需占用大量资金，成功剥离雄风环保，将有利于公司提高存货周转率，优化债务结构。

- **资金回笼，聚焦主业。**据公司公告，雄风环保 100%股权评估价为 15.986 亿，综合与公司 7.75 亿元往来款项，预计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，此次非矿资产的剥离，可有效缓解公司资金压力，降低公司财务费用，为继续践行聚焦黄金主业的战略提供资金保障。

- **流动性充裕，金价上行有支撑。**短期来看，当前海外英国新毒株加速蔓延引发市场担忧，黄金作为避险资产将继续走高；综合当前各国加速投入疫苗的使用以及民众防护意识增强，预计金价不会出现年初的大幅回落；中长期来看，当前全球流动性仍在继续投放，流动性宽裕对金价的支撑仍较为坚固。此外，全球范围内疫苗加速投入使用，经济复苏趋势有望逐步明朗，在流动性充足及经济复苏的拉动下，通胀预期将回升，带动贵金属价格继续上行。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.47、0.96、1.6 元，对应当前股价的 PE 分别为 38.5x、18.8x、11.2x。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，海外矿山所在国政治政策风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,364	6,068	4,729	5,909	8,497
增长率 YoY %	-8.6%	156.7%	-22.1%	25.0%	43.8%
归属母公司净利润(百万元)	-51	188	776	1,589	2,667
增长率 YoY%	-118.7%	467.0%	312.6%	104.8%	67.8%
毛利率%	23.2%	20.1%	39.4%	54.0%	59.3%
净资产收益率ROE%	-1.9%	6.4%	20.9%	29.9%	33.4%
EPS(摊薄)(元)	-0.03	0.11	0.47	0.96	1.60
市盈率 P/E(倍)	—	44.52	38.52	18.81	11.21
市净率 P/B(倍)	2.44	2.84	8.04	5.63	3.75

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2020 年 12 月 26 日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,858	3,348	4,113	6,431	10,038
货币资金	248	531	2,341	4,646	7,719
应收票据	2	0	0	0	0
应收账款	140	139	109	136	195
预付账款	109	117	69	66	84
存货	2,055	2,207	1,304	1,238	1,573
其他	304	353	290	346	467
非流动资产	5,131	4,436	3,812	3,188	2,563
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产（合计）	3,161	2,925	2,773	2,621	2,469
无形资产	1,204	650	131	-388	-906
其他	765	862	908	954	1,000
资产总计	7,989	7,785	7,925	9,619	12,601
流动负债	1,149	1,535	859	879	1,055
短期借款	159	385	0	0	0
应付票据	130	285	168	160	203
应付账款	205	182	107	102	130
其他	655	683	583	617	722
非流动负债	3,810	2,975	2,975	2,975	2,975
长期借款	69	38	38	38	38
其他	3,741	2,937	2,937	2,937	2,937
负债合计	4,959	4,510	3,834	3,854	4,030
少数股东权益	307	332	373	456	597
归属母公司股	2,723	2,943	3,719	5,308	7,975
负债和股东权益	7,989	7,785	7,925	9,619	12,601

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,364	6,068	4,729	5,909	8,497
同比（%）	-8.6%	156.7%	-22.1%	25.0%	43.8%
归属母公司净利润	-51	188	776	1,589	2,667
同比（%）	-118.7%	467.0%	312.6%	104.8%	67.8%
毛利率（%）	23.2%	20.1%	39.4%	54.0%	59.3%
ROE%	-1.9%	6.4%	20.9%	29.9%	33.4%
EPS (摊薄)(元)	-0.03	0.11	0.47	0.96	1.60
P/E	—	44.52	38.52	18.81	11.21
P/B	2.44	2.84	8.04	5.63	3.75
EV/EBITDA	11.88	5.25	16.46	8.65	4.83

利润表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,364	6,068	4,729	5,909	8,497
营业成本	1,816	4,848	2,864	2,720	3,455
营业税金及附加	45	167	188	235	339
销售费用	8	46	33	41	59
管理费用	212	342	330	425	561
研发费用	48	73	45	20	20
财务费用	79	227	42	11	-16
减值损失合计	188	-28	0	0	0
投资净收益	-9	-10	0	0	0
其他	-331	48	24	30	43
营业利润	4	374	1,251	2,486	4,123
营业外收支	0	-72	-72	-72	-72
利润总额	4	302	1,178	2,414	4,051
所得税	36	93	362	741	1,244
净利润	-32	209	817	1,673	2,807
少数股东损益	19	21	41	84	140
归属母公司净利润	-51	188	776	1,589	2,667
EBITDA	539	1,674	1,623	2,821	4,418
EPS (当年)(元)	-0.03	0.11	0.47	0.96	1.60

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	499	433	2,053	2,152	2,922
净利润	-32	209	817	1,673	2,807
折旧摊销	303	1,082	354	354	354
财务费用	95	185	57	46	46
投资损失	9	10	0	0	0
营运资金变	-74	-1,089	754	7	-357
其它	198	35	72	72	72
投资活动现金流	-1,077	-389	198	198	198
资本支出	-241	-434	198	198	198
长期投资	-785	50	0	0	0
其他	-52	-4	0	0	0
筹资活动现金流	641	154	-442	-46	-46
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-90	-9	-385	0	0
支付利息或股息	-153	-73	-57	-46	-46
现金流净增加额	57	197	1,810	2,304	3,074

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	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@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。