资源与环境研究中心

赤峰黄金 (600988.SH) 买入（维持评级）

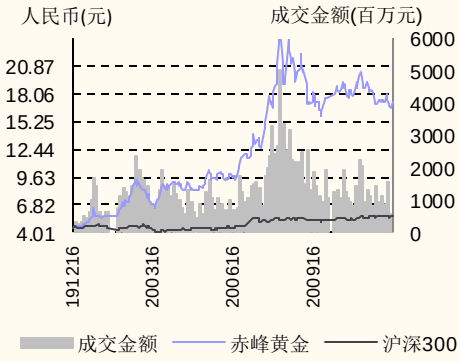
公司点评

市场价格（人民币）：17.20 元

公司战略稳步推进，成长逻辑继续验证

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.64
已上市流通 A 股(亿股)	14.26
总市值(亿元)	286.19
年内股价最高最低(元)	23.65/4.53
沪深 300 指数	4945
上证指数	3367



相关报告

1.《量价齐升，三季报超预期-赤峰黄金三季报点评》，2020.10.19

2.《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

3.《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

4.《黄金新贵 战略重塑-赤峰黄金（600988）首次覆盖报告》，2020.4.17

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	-0.093	0.121	0.454	0.880	1.516
每股净资产(元)	1.77	1.89	2.52	3.40	3.72
每股经营性现金流(元)	0.27	0.28	0.19	1.45	2.58
市盈率(倍)	-42.78	41.61	37.88	19.54	11.34
净利润增长率(%)	-148.49%	-241.31%	301.85%	93.90%	72.23%
净资产收益率(%)	-5.28%	6.39%	18.01%	25.88%	40.78%
总股本(百万股)	1,426.38	1,555.17	1,663.91	1,663.91	1,663.91

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司通过全资子公司赤金国际（香港）有限公司以 1.089 亿美元的价格，现金收购澳大利亚上市公司 Resolute Mining Limited 所持有的 Mensin Bibiani Pty Ltd 100%股权，以及目标公司旗下三家加纳全资子公司。

点评

- **并购项目落地西非，公司战略稳步推进：**Bibiani 金矿位于加纳著名的 Sefwi-Bibiani 黄金成矿带的中部。根据 JORC 标准的储量报告，截至 2017 年 10 月，该矿山金金属量 250 万盎司，金品位 3.59 克/吨，底部未封闭，矿权范围内仍有较大的勘探潜力。本次交易完成后，公司将进入西非这一国际重要产金地区，符合公司内部增储与外延扩张并进的发展战略。
- **矿山恢复生产后，黄金产量继续增长：**Bibiani 是一个成熟矿山，2013 年 5 月，由于金价大幅下跌而停产。矿山基建设施完善，拥有地下矿山建设以及选矿厂等，并且恢复生产计划完备，成本可控。根据卖方编制的可行性研究报告，复产后预计可生产黄金 3 吨/年，公司的成长逻辑进一步得到验证。
- **剥离非矿业务和出售债权，为主业提供资金支持：**公司确定了以矿山为主的发展战略，逐步对非矿山业务进行剥离。公司将雄风环保 100%股权进行出售，并将与雄风环保之间的往来款进行转移。我们认为，出售股权和债权可以加快资金回笼，为公司矿山主业提供资金支持。
- **提高管理层持股比例，员工持股积极推进：**2020 年 11 月 16 日，实际控制人协议转让 9817.08 万股股份给董事长；2020 年 11 月 13 日和 16 日，实际控制人通过大宗交易转让 3152.82 万股股份。股权转让后，实际控制人回收 22.05 亿元现金，一方面可以加快雄风环保的资产剥离进度，另一方面可以提高管理层持股比例，绑定利益。根据公司公告，公司正在积极推进员工持股计划，待各方签订合同且资金到位后，将尽快成立集合基金信托计划，通过二级市场购买等方式取得公司股票，我们认为公司的治理拐点即将到来。

盈利调整与投资建议

- 我们上调 2021-2022 年金价预测，预计 2020-2022 年国内金价 390/410/420 元（上次预测为 390/400/410 元）。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.56/14.65/25.23 亿元（变动 0/+4.9/+4.6%），对应 PE 38/20/11X，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。

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

冯孟乾 联系人
fengmengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**2,587**	**2,153**	**6,068**	**4,591**	**4,566**	**7,186**
增长率		-16.8%	181.8%	-24.3%	-0.5%	57.4%
主营业务成本	-1,953	-1,733	-4,848	-2,948	-1,933	-2,811
%销售收入	75.5%	80.5%	79.9%	64.2%	42.3%	39.1%
毛利	634	420	1,221	1,643	2,634	4,375
%销售收入	24.5%	19.5%	20.1%	35.8%	57.7%	60.9%
营业税金及附加	-32	-36	-167	-126	-126	-198
%销售收入	1.3%	1.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
销售费用	-2	-3	-46	-35	-35	-55
%销售收入	0.1%	0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-246	-193	-342	-459	-457	-719
%销售收入	9.5%	9.0%	5.6%	10.0%	10.0%	10.0%
研发费用	0	-48	-73	-60	-59	-93
%销售收入	0.0%	2.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润（EBIT）	354	140	592	963	1,957	3,311
%销售收入	13.7%	6.5%	9.8%	21.0%	42.9%	46.1%
财务费用	-76	-79	-227	33	-12	20
%销售收入	2.9%	3.7%	3.7%	-0.7%	0.3%	-0.3%
资产减值损失	-9	-188	-28	-28	-28	-28
公允价值变动收益	64	-15	11	0	0	0
投资收益	-56	-10	-10	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	329	-93	374	1,000	1,950	3,335
营业利润率	12.7%	n.a	6.2%	21.8%	42.7%	46.4%
营业外收支	0	1	-72	-10	-10	-10
税前利润	329	-92	302	990	1,940	3,325
利润率	12.7%	n.a	5.0%	21.6%	42.5%	46.3%
所得税	-46	-21	-93	-198	-388	-665
所得税率	14.1%	n.a	30.7%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	282	-114	209	792	1,552	2,660
少数股东损益	8	19	21	37	87	137
归属于母公司的净利润	**274**	**-133**	**188**	**756**	**1,465**	**2,523**
净利率	10.6%	n.a	3.1%	16.5%	32.1%	35.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	282	-114	209	792	1,552	2,660
少数股东损益	8	19	21	37	87	137
非现金支出	165	479	1,110	596	616	719
非经营收益	87	115	208	65	34	19
营运资金变动	-912	-94	-1,089	-1,137	202	894
经营活动现金净流	**-378**	**387**	**439**	**316**	**2,405**	**4,292**
资本开支	-238	-221	-434	-170	-1,070	-1,070
投资	-6	-785	50	0	0	0
其他	1	-2	-4	0	0	0
投资活动现金净流	**-243**	**-1,007**	**-389**	**-170**	**-1,070**	**-1,070**
股权募资	0	0	0	504	0	0
债权募资	759	-90	-9	-696	-667	50
其他	-351	804	162	-62	-25	-2,006
筹资活动现金净流	**408**	**715**	**153**	**-254**	**-692**	**-1,956**
现金净流量	**-213**	**94**	**203**	**-108**	**643**	**1,266**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	70	218	531	424	1,067	2,332
应收款项	290	348	427	363	361	568
存货	1,512	2,043	2,207	727	477	693
其他流动资产	307	151	183	3,337	3,307	3,333
流动资产	2,178	2,760	3,348	4,850	5,211	6,926
%总资产	45.0%	35.6%	43.0%	54.8%	54.0%	59.1%
长期投资	52	5	23	23	23	23
固定资产	1,663	3,263	3,159	2,963	3,347	3,628
%总资产	34.4%	42.1%	40.6%	33.5%	34.7%	31.0%
无形资产	909	1,568	1,014	774	834	894
非流动资产	2,661	4,989	4,436	4,001	4,444	4,786
%总资产	55.0%	64.4%	57.0%	45.2%	46.0%	40.9%
资产总计	**4,839**	**7,748**	**7,785**	**8,851**	**9,655**	**11,712**
短期借款	129	186	734	717	0	0
应付款项	323	519	557	704	637	691
其他流动负债	654	418	244	442	439	680
流动负债	1,106	1,123	1,535	1,863	1,075	1,371
长期贷款	87	69	38	88	138	188
其他长期负债	816	3,730	2,937	2,335	2,325	3,373
负债	**2,009**	**4,922**	**4,510**	**4,286**	**3,539**	**4,932**
普通股股东权益	**2,753**	**2,520**	**2,943**	**4,196**	**5,661**	**6,187**
其中：股本	1,426	1,426	1,555	1,664	1,664	1,664
未分配利润	1,078	1,105	1,350	2,105	3,570	4,097
少数股东权益	77	307	332	369	455	592
负债股东权益合计	**4,839**	**7,748**	**7,785**	**8,851**	**9,655**	**11,712**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.192	-0.093	0.121	0.454	0.880	1.516
每股净资产	1.930	1.766	1.892	2.522	3.402	3.719
每股经营现金净流	-0.265	0.271	0.282	0.190	1.445	2.579
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.200
回报率						
净资产收益率	9.96%	-5.28%	6.39%	18.01%	25.88%	40.78%
总资产收益率	5.67%	-1.72%	2.42%	8.54%	15.17%	21.54%
投入资本收益率	7.92%	4.56%	8.59%	14.35%	25.03%	38.01%
增长率						
主营业务收入增长率	22.48%	-16.77%	181.85%	-24.34%	-0.55%	57.38%
EBIT增长率	-27.10%	-60.51%	322.98%	62.69%	103.22%	69.16%
净利润增长率	-14.60%	-148.49%	-241.3%	301.85%	93.90%	72.23%
总资产增长率	25.87%	60.11%	0.47%	13.70%	9.08%	21.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.7	18.3	8.3	14.0	14.0	14.0
存货周转天数	220.3	374.3	160.0	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	16.6	39.2	14.6	50.0	70.0	50.0
固定资产周转天数	222.9	521.6	175.9	163.6	157.4	90.3
偿债能力						
净负债/股东权益	33.22%	25.97%	29.63%	8.36%	-15.18%	-31.63%
EBIT利息保障倍数	4.6	1.8	2.6	-29.1	167.7	-165.8
资产负债率	41.51%	63.52%	57.93%	48.43%	36.65%	42.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

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

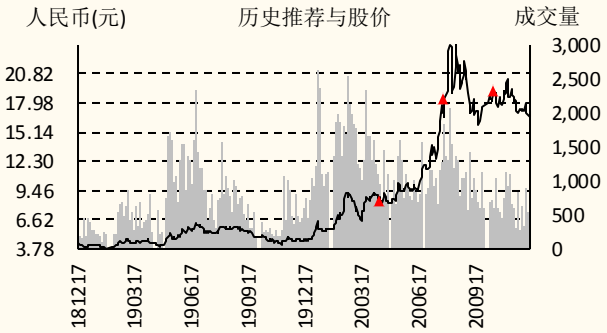
来源：国金证券研究所

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



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，不作为或被视为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