万联证券 WANLIAN SECURITIES

战略专注金矿迎收成，长期发展值得期待

——赤峰黄金（600988 ）三季报点评报告

增持（维持）

日期：2020 年 10 月 19 日

事件：

公司发布2020年三季度业绩，累计实现营收34.9亿元、同比-21.8%，归母净利润5.1亿元、同比+196.5%，扣非归母净利润5.0亿元、同比+269.8%。

投资要点：

- **环保业务出售、金价续涨、Sepon矿山投产，盈利能力大幅提升，资金压力有效缓解：**营收上半年同比略降，前三季度受雄风环保出售停止并表影响同比降21.8%；但由于低毛利环保业务出售、金价续涨（伦敦金现均价Q3同比+29.6%、Q1-3同比+27.3%）、Sepon矿山投产贡献，前三季度毛利率达32.8%，相比上半年续增4.5pct，相比19年同期则增9.3pct；得益于盈利能力提升，扣非归母净利润Q3同比5,031.7%、Q1-3同比+269.8%；资金压力有效缓解，Q3末资产负债率49.0%，相比19年末减8.9pct，而出售雄风环保未来还可回笼约23亿元。

- **Sepon矿山贡献增量，增产基础尚待夯实：**Sepon矿山21年起将贡献全年产量。公司扩储增产决心不改，在推的一期持股计划继续保持20-22年不低于4.5/10/16吨；鉴于在产矿山19年矿产金产量约2.1吨，而Sepon矿山满产产量约4.5吨，距离目标尚远，同时公司19年末黄金资源量不到150吨（在产项目53吨+Sepon矿山94吨），储备角度亦难支持长期年产16吨计划，我们暂预计公司20-22年矿产金产量4.5/7/8吨。

- **“以矿为主、专注黄金矿山业务”战略已成，长期发展值得期待：**公司旗下非矿业务仅余广源科技，营收占比不到5%，“以矿为主、专注黄金矿山业务”战略已经成型。现任董事长王建华历任山东黄金董事长、紫金矿业总裁，矿业开发管理经验丰厚，明确“要做专注、专业的黄金公司，要经得住诱惑”，两大工作中心“一是经营，降本增效；二是落实三年战略规划，推动高质量发展”，我们看好公司长期发展。

- **盈利预测与投资建议：**中期通胀预期下金价易上而极其难下，按20-22年矿产金产量4.5/7/8吨、金价维持现价计，预计公司20-22年净利润为8.0/13.9/15.7亿元，对应PE为38.3/22.0/19.6倍，公司战略已成，管理质量提升，长期发展值得期待，给与“增持”评级。

- **风险因素：**出售雄风环保回笼资金不及预期、矿产金产量不及预期。

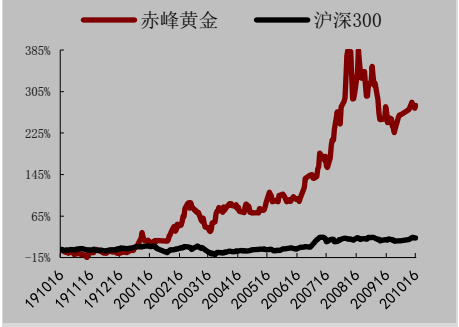
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	60.7	49.1	56.1	61.7
增长比率	156.7	-19.0	14.3	9.9
净利润(亿元)	1.9	8.0	13.9	15.7
增长比率	467.0	325.4	73.9	12.6
每股收益(元)	0.11	0.48	0.84	0.94
市盈率(倍)	163.1	38.3	22.0	19.6

资料来源：Wind，万联证券研究所

基础数据

行业	有色金属
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）	1,426.38
收盘价（元）	18.43
总市值（亿元）	306.66
流通A股市值（亿元）	262.88

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： 2020 年 10 月 16 日

相关研究

万联证券研究所 20200424_公司首次覆盖_黄金资源储备充足，多轮并购驱动发展_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

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3,348**	**5,309**	**5,384**	**5,610**
货币资金	531	491	561	617
应收票据及应收账款	139	113	129	142
其他应收款	285	363	399	419
预付账款	117	139	116	127
存货	2,207	832	777	874
其他流动资产	68	3,371	3,401	3,431
非流动资产	**4,436**	**5,101**	**5,247**	**5,308**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,925	3,213	3,934	3,972
在建工程	234	684	184	284
无形资产	650	576	500	421
其他长期资产	628	629	630	631
资产总计	**7,785**	**10,411**	**10,631**	**10,918**
流动负债	**1,535**	**3,629**	**2,779**	**1,877**
短期借款	385	1,979	1,150	197
应付票据及应付账款	467	377	354	382
预收账款	34	48	48	52
其他流动负债	649	1,225	1,227	1,246
非流动负债	**2,975**	**2,236**	**2,236**	**2,236**
长期借款	38	29	29	29
应付债券	730	0	0	0
其他非流动负债	2,207	2,207	2,207	2,207
负债合计	**4,510**	**5,865**	**5,015**	**4,113**
股本	1,555	1,664	1,664	1,664
资本公积	232	627	627	627
留存收益	1,388	2,176	3,150	4,247
归属母公司股东权益	2,943	4,168	5,142	6,238
少数股东权益	332	378	474	567
负债和股东权益	**7,785**	**10,411**	**10,631**	**10,918**

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**867**	**217**	**1,941**	**1,942**
净利润	209	846	1,487	1,660
折旧摊销	1,082	356	375	360
营运资金变动	-655	-1,055	-25	-119
其它	231	69	104	42
投资活动现金流	**-389**	**-1,114**	**-514**	**-414**
资本支出	-434	-1,017	-513	-413
投资变动	50	2	0	0
其他	-4	-100	-1	-1
筹资活动现金流	**154**	**857**	**-1,357**	**-1,473**
银行借款	503	1,584	-828	-954
债券融资	0	-730	0	0
股权融资	0	109	0	0
其他	-349	-106	-529	-519
现金净增加额	**197**	**-40**	**70**	**56**
期初现金余额	**192**	**531**	**491**	**561**
期末现金余额	**389**	**491**	**561**	**617**

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**6,068**	**4,913**	**5,613**	**6,170**
营业成本	4,848	3,035	2,837	3,189
营业税金及附加	167	197	225	247
销售费用	46	32	42	52
管理费用	342	467	477	487
研发费用	73	79	89	99
财务费用	227	80	106	43
资产减值损失	-28	11	0	0
公允价值变动收益	11	-6	0	0
投资净收益	-10	7	0	0
资产处置收益	1	7	7	7
营业利润	**374**	**1,062**	**1,858**	**2,074**
营业外收入	0	1	0	0
营业外支出	72	5	0	0
利润总额	**302**	**1,058**	**1,858**	**2,074**
所得税	93	212	372	415
净利润	**209**	**846**	**1,487**	**1,660**
少数股东损益	21	47	96	93
归属母公司净利润	**188**	**800**	**1,391**	**1,566**
EBITDA	1,674	1,459	2,319	2,457
EPS（元）	0.11	0.48	0.84	0.94

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	156.7%	-19.0%	14.3%	9.9%
营业利润	8295.5%	183.7%	75.0%	11.6%
归属于母公司净利润	467.0%	325.4%	73.9%	12.6%
获利能力				
毛利率	20.1%	38.2%	49.5%	48.3%
净利率	3.5%	17.2%	26.5%	26.9%
ROE	6.4%	19.2%	27.1%	25.1%
ROIC	8.6%	13.5%	22.9%	23.9%
偿债能力				
资产负债率	57.9%	56.3%	47.2%	37.7%
净负债比率	29.6%	33.4%	11.0%	-5.8%
流动比率	2.18	1.46	1.94	2.99
速动比率	0.66	0.32	0.47	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.47	0.53	0.57
应收账款周转率	43.55	43.55	43.55	43.55
存货周转率	2.20	3.65	3.65	3.65
每股指标（元）				
每股收益	0.11	0.48	0.84	0.94
每股经营现金流	0.52	0.13	1.17	1.17
每股净资产	1.77	2.50	3.09	3.75
估值比率				
P/E	163.11	38.34	22.04	19.58
P/B	10.42	7.36	5.96	4.92
EV/EBITDA	5.25	22.06	13.49	12.32

资料来源：Wind，万联证券研究所

万联证券

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。

万联证券

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