证券研究报告

公司研究——事件点评

赤峰黄金（600988.SH）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.08.03

娄永刚　金属&新材料行业首席分析师
执业编号：S1500520010002
联系电话：+86 10 83326716
邮箱：louyonggang@cindasc.com

黄礼恒　金属&新材料行业资深分析师
执业编号：S1500520040001
邮箱：huangliheng@cindasc.com

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： 员工持股增信心，产量锁定不动摇

2020 年 9 月 28 日

事件：公司 9 月 27 日晚间公告：鉴于公司资金压力已得到有效缓解，同时考虑目前相关政策及资本市场环境变化，公司决定终止自 3 月 2 日提出的非公开发行 A 股股票事宜，并向中国证监会申请撤回申报文件；公司拟实施第一期员工持股计划，自筹资金总额上限为 103,995 万元，持股规模不超过 8,319.56 万股。

点评：

- **盈利能力大幅提升带来融资通畅，剥离资产带来资产结构优化。**前期拟募集资金主要用于补充流动资金及偿还金融机构借款。自 2020 年二季度以来受黄金量价齐升带动，公司盈利能力大幅增长，带动银行融资渠道恢复，现金流紧张得到大幅缓解。同时公司剥离非矿资产雄风环保进展顺利，也将回流大额现金，并推动资产结构持续优化。考虑公司基本情况和资本市场政策环境变化，公司决定终止本次非公开发行。

- **实施大额高比例员工持股计划，信心增厚、红利共享。**为进一步改善公司治理水平，增厚员工信心共享企业红利，公司拟实施资金总额不超过 103,995 万元的大额高比例员工持股计划，其中 8 位高管分别认购 7800 万元（信托 1:1 配资）、其他不超过 90 名人员认购 4.16 亿元。预计本计划草案获得公司股东大会批准后，将委托具备资产管理资质的专业机构设立信托计划进行管理并在 6 个月内通过二级市场购买（包括集中竞价交易，大宗交易及协议转让等方式），这一举措进一步彰显了管理层对于企业未来持续向上发展的坚定信心。

- **持股计划锁定业绩承诺，黄金产量增长不动摇。**在本此持股计划草案中，公司强调持有人的标的股票权益将依据公司 2020-2022 年度业绩考核结果分三期解锁分配至持有人，解锁条件为 2020/2021/2022 年黄金产量不低于 4.5/10/16 吨，且三年金产量累计不低于 30.5 吨，与此前非公开发行计划业绩承诺相一致，显示出企业继续保持黄金扩储增产的决心。

- **金价不改上行势，一体两翼再加码。**虽然近期受英国、西班牙等国家疫情反复影响全球通胀预期，叠加欧元区弱势推升美元指数，黄金价格受到扰动。但考虑当前名义利率仍维持在低位，欧美各国经济需较强流动性呵护，实际利率将随欧洲疫情被快速控制和疫苗研制成功而继续下探，黄金价格上升趋势仍有支撑。同时美国大选以及地缘政治冲突不断，不确定性也将继续利好黄金价格。公司层面，自 2020 年以来始终坚持国内外金矿“一体两翼”发展战略，老挝塞班金矿生产建设持续超预期，原生金矿处理系统 9 月正式投产运行；国内加大五龙矿业探矿、冶炼能力投资力度，进一步提升黄金资源量。在金价上行趋势仍有支撑，“一体两翼”持续加码提升黄金产量，公司业绩将继续受益黄金量价齐升。

- **预测与投资评级：**预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.35、0.91、1.55 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 50.04、19.10、11.22 倍。考虑黄金价格仍处于上升趋势、公司黄金产量未来三年快速释放，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，新冠疫情反复程度超预期，央行流动性释放不及预期，五龙矿业技改工程进展不及预期等。

重要财务指标

项目/年度 单位：百万元	2019A	2020A 本次	2021A 本次	2022A 本次
营业收入	6068.46	6305.93	7895.28	10527.32
增长率（%）	1.57	0.04	0.25	0.33
归母净利润	188.01	576.30	1509.98	2570.88
增长率（%）	4.67	2.07	1.62	0.70
EPS（元/股）	0.11	0.35	0.91	1.55
市盈率（P/E）	44.52	50.04	19.10	11.22
市净率（P/B）	2.84	8.19	5.73	3.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测　注：股价为 2020 年 09 月 28 日

此次盈利预测考虑剥离“非矿资产”对公司的影响

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2,858**	**3,348**	**4,155**	**6,420**	**9,933**
货币资金	248	531	1,501	3,657	6,616
应收票据	2	0	0	0	0
应收账款	140	139	145	181	242
预付账款	109	117	108	108	127
存货	2,055	2,207	2,037	2,035	2,386
其他	304	353	364	439	562
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**	**7,967**	**9,608**	**12,496**
流动负债	**1,149**	**1,535**	**1,111**	**1,162**	**1,343**
短期借款	159	385	0	0	0
应付票据	130	285	263	263	308
应付账款	205	182	168	168	197
其他	655	683	680	731	839
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**	**4,086**	**4,137**	**4,318**
少数股东权益	307	332	362	442	577
归属母公司股东权益	2,723	2,943	3,519	5,029	7,600
负债和股东权益	**7,989**	**7,785**	**7,967**	**9,608**	**12,496**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**2,364**	**6,068**	**6,306**	**7,895**	**10,527**
营业成本	1,816	4,848	4,474	4,470	5,241
营业税金及附加	45	167	251	315	420
销售费用	8	46	44	54	73
管理费用	212	342	440	568	695
研发费用	48	73	135	141	180
财务费用	79	227	47	20	-5
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	32	40	53
营业利润	**4**	**374**	**948**	**2,366**	**3,978**
营业外收支	0	-72	-72	-72	-72
利润总额	**4**	**302**	**875**	**2,294**	**3,906**
所得税	36	93	269	704	1,199
净利润	**-32**	**209**	**607**	**1,589**	**2,706**
少数股东损益	19	21	30	79	135
归属母公司净利润	**-51**	**188**	**576**	**1,510**	**2,571**
EBITDA	539	1,674	1,316	2,700	4,273
EPS（当年）（元）	-0.03	0.11	0.35	0.91	1.55

重要财务指标 单位: 百万元

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,364	6,068	6,306	7,895	10,527

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**	**1,213**	**2,004**	**2,806**
净利润	-32	209	607	1,589	2,706
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
营运资金变动	-74	-1,089	124	-58	-372
其它	198	35	72	72	72

同比(%)	-8.6%	156.7%	3.9%	25.2%	33.3%	**投资活动现金流**	**-1,077**	**-389**	**198**	**198**	**198**
归属母公司净利润	-51	188	576	1,510	2,571	资本支出	-241	-434	198	198	198
同比(%)	-118.7%	467.0%	206.5%	162.0%	70.3%	长期投资	-785	50	0	0	0
毛利率(%)	23.2%	20.1%	29.0%	43.4%	50.2%	其他	-52	-4	0	0	0
ROE(%)	-1.9%	6.4%	16.4%	30.0%	33.8%	**筹资活动现金流**	**641**	**154**	**-442**	**-46**	**-46**
EPS（摊薄）（元）	-0.03	0.11	0.35	0.91	1.55	吸收投资	0	0	0	0	0
P/E	—	44.52	50.04	19.10	11.22	借款	-90	-9	-385	0	0
P/B	2.44	2.84	8.19	5.73	3.79	支付利息或股息	-153	-73	-57	-46	-46
EV/EBITDA	11.88	5.25	20.19	9.04	5.02	**现金净增加额**	**57**	**197**	**970**	**2,156**	**2,959**

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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@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。