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，2020.06.23

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： 金价上涨助业绩提升，资产剥离将增强资金实力

2020 年 8 月 3 日

事件：公司发布 2020 年中报，上半年公司实现营业收入 26.46 亿元，同比下降 2.69%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比增长 69.89%；扣非归母净利为 2.12 亿元，同比增长 64.05%；EPS 为 0.13 元/股，同比增长 62.5%。

点评：

- **金价上涨助业绩提升。**据公司报告，2020 年上半年公司营业收入有所下滑，主因 LXML 电解铜产量和销售价格均有所下滑（LME 铜 Q1 均价为 5659.8 美元/吨,同比下降 8.9%），但 Q2 金属价格回升，公司营业收入环比大幅提升 16.9%至 14.26 亿元。盈利方面，受益于黄金价格大幅上涨及国内矿产金产量较大幅度增加，采矿板块毛利率提升 5.58 个 pct 至 38.4%；同时公司通过加大降本增效、及时兑现激励等机制，员工效率有所提高，实现归母净利润同比大幅增长 69.89%至 2.22 亿元，其中二季度为 2.13 亿元，同比增长 315%，较 Q1 的 857 万元归母净利润增长明显，增长略超预期。

- **资产剥离增强资金实力。**据公司公告，2020 年上半年，公司提前兑付了 7 亿公司债券，归还内蒙古金融资产管理有限公司 2 亿元名股实债借款，托克提供的 1.4 亿美元贸易融资也已全部还清，公司有息负债明显下降，资产负债率由年初的 57.93%下降至 50.50%，有息负债的下降使得公司财务费用同比下降 28.16%至 8010 万元。另一方面，公司始终贯彻“以金为主”的发展战略，逐步剥离非矿资产，聚焦黄金主业，目前公司雄风环保 100%股权项目已在北京产权交易所挂牌转让，预计可回笼资金 24 亿元以上，公司资金实力将进一步增厚。

- **黄金已处上升通道，量价齐升业绩可期。**当前黄金价格已创历史新高。2020 年 7 月 31 日 COMEX 黄金盘内破 2000 美元/盎司，较年初上升 31.1%。突发公共卫生事件尚未得到完全控制，叠加近期中美贸易反复、地缘冲突等提升避险情绪；全球流动性继续处于极度宽松状态，同时美联储引导美债收益率曲线平坦化将进一步加速疫情过后通胀预期的回暖。结合避险情绪和通胀预期回升，预计黄金价格将继续高位运行。公司将迎来黄金产量的持续高速增长。老挝万象矿业已于 6 月份产出黄金，预计随着项目竣工达产以及国内五龙矿业技改工程不断推进，将对公司承诺的 2020/2021/2022 年黄金产量 4.5/10/16 吨提供保证。

- **盈利预测与投资评级：**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 48、18、11 倍。考虑黄金价格将随流动性不断释放继续上涨，同时考虑公司未来黄金产量逐渐释放，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，万象矿业投产不及预期，五龙矿业技改工程进展不及预期。

重要财务指标

项目/年度 单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A
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	48.22	18.40	10.81
市净率（P/B）	2.84	7.90	5.52	3.66

资料来源：万得，信达证券研发中心预测　注：股价为 2020 年 07 月 31 日

此次盈利预测考虑剥离“非矿资产”对公司的影响

利润表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6068	6306	7895	10527
%同比增速	157%	4%	25%	33%
营业成本	4848	4474	4470	5241
毛利	1221	1832	3425	5287
%营业收入	20%	29%	43%	50%
税金及附加	167	251	315	420
%营业收入	3%	4%	4%	4%
销售费用	46	44	54	73
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	342	440	568	695
%营业收入	6%	7%	7%	7%
研发费用	73	135	141	180
%营业收入	1%	2%	2%	2%
财务费用	227	47	20	-5
%营业收入	4%	1%	0%	0%
资产减值损失	-28	0	0	0
信用减值损失	6	0	0	0
其他收益	31	32	40	53
投资收益	-10	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	374	948	2366	3978
%营业收入	6%	15%	30%	38%
营业外收支	-72	-72	-72	-72
利润总额	302	875	2294	3906
%营业收入	5%	14%	29%	37%
所得税费用	93	269	704	1199

资产负债表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	531	1501	3657	6616
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	139	145	181	242
存货	2207	2037	2035	2386
预付账款	117	108	108	127
其他流动资产	353	364	439	562
流动资产合计	3348	4155	6420	9933
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2925	2773	2621	2469
无形资产	650	131	-388	-906
商誉	361	361	361	361
递延所得税资产	59	59	59	59
其他非流动资产	441	488	534	580
资产总计	7785	7967	9608	12496
短期借款	385	0	0	0
应付票据及应付账款	467	431	431	505
预收账款	34	35	44	59
应付职工薪酬	80	74	74	87
应交税费	163	170	213	284
其他流动负债	405	401	401	410
流动负债合计	1535	1111	1162	1343
长期借款	38	38	38	38
应付债券	730	730	730	730
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	2207	2207	2207	2207

净利润	209	607	1589	2706
%营业收入	3%	10%	20%	26%
归属于母公司的净利润	188	576	1510	2571
%同比增速	467%	207%	162%	70%
少数股东损益	21	30	79	135
EPS（元/股）	0.11	0.35	0.91	1.55

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.11	0.35	0.91	1.55
BVPS	1.77	2.12	3.02	4.57
PE	44.52	48.22	18.40	10.81
PEG	0.10	0.23	0.11	0.15
PB	2.84	7.90	5.52	3.66
EV/EBITDA	5.25	19.44	8.68	4.79
ROE	6%	16%	30%	34%
ROIC	9%	13%	25%	29%

负债合计	4510	4086	4137	4318
归属于母公司的所有者权益	2943	3519	5029	7600
少数股东权益	332	362	442	577
股东权益	3275	3882	5471	8177
负债及股东权益	7785	7967	9608	12496

现金流量表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	433	1213	2004	2806
投资	50	0	0	0
资本性支出	-434	198	198	198
其他	-4	0	0	0
投资活动现金流净额	-389	198	198	198
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	503	-385	0	0
筹资成本	-73	-57	-46	-46
其他	-276	0	0	0
筹资活动现金流净额	154	-442	-46	-46
现金净流量	197	970	2156	2959

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
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。