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，2020.05.07


**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

**联系人：**

**董明斌**
邮箱：dongmingbin@cindasc.com

**云 琳**
邮箱：yunlin@cindasc.com


**相关研究**

赤峰黄金（600988.SH）：聚焦黄金主业，受益量价齐升


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


# 产量承诺保证业绩增长，高管全员大额认购彰显信心

2020 年 6 月 23 日

**事件**：6 月 22 日公司公告调整后定增方案，调整发行数量（2.4 亿股）、募集金额（14.84）和对象（9 名高管和 5 名其他投资者），同时将限售期从 18 个月提高为 36 个月。最为重要的是大幅提升产量预期，公司计划 20-22 年矿产金产量为 4.5、10 和 16 吨，三年合计 30.5 吨；若三年产量不达预期，9 名高管承诺锁定期自动延长至连续三年累计矿产金产量不低于 30.5 吨且达到 16 吨/年之当年年末。

**点评：**

- **产量承诺是业绩保障，坚实有力、可执行性强**。公司上调 21-22 年产量计划到 10 吨和 16 吨，大幅超出市场预期，用产量承诺作为定增引入战略投资者条件，坚实可靠，是投资者对公司和管理层信心的体现。产量增量主要来自 Sepon 和五龙矿的扩产，以及未来可能的外延并购。根据公司“建大矿”的发展计划，未来重点扩建五龙矿和 Sepon 矿，我们预计到 22 年国内产量将达到 5 吨（五龙 3 吨、吉隆矿 1.5 吨、华泰矿 0.5 吨）。而 Sepon 矿设计产能 300 万吨/年采选量，平均品位在 4.1g/吨，按照 85%回收率，我们预计 22 年产量将达到 10.5 吨；公司通过内生增长即可完成 16 吨的产量承诺。

- **高管全员大额认购，且承诺锁定期与产量挂钩彰显信心。**公司 8 名现任高管各认购 2400 万元、1 名离任高管认购 5000 万元，合计 24200 万元，大额认购足显公司凝聚力，同时是管理层对公司金矿开发潜力和自身能力的信心体现。管理层承诺若 20-22 年三年产量不大预期，其认购股份将自动延长至连续三年累计矿产金不低于 30.5 吨且达到 16 吨的当年年末。发行价 6.19 元/股，相对现价有较大折价，相当于对管理层的股权激励。在公司在新任董事长的领导下公司确定“聚焦黄金主业”、“建大矿”作为公司的发展战略，剥离资源回收业务，实现 Sepon 大幅扩储，并提前完成铜转金项目建设。

- **通缩预期消退，金价上升迎来最为舒适时刻。**美国通胀保值债券隐含通胀水平在 6 月中旬全部转正，预示投资者对美国经济从通缩预期转变为通胀预期；美联储预期美国经济在 2022 年之前难以恢复，将联储基准利率维持在 0 附近，同时传达出控制收益率曲线扁平化的预期。在名义收益率维持低位情况下，美国通胀保值债券隐含通胀回升将带动真实利率的持续下降，金价上涨或迎来最为舒适时刻。公司产量在 20-22 年大幅增长将直接受益金价上涨。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司大幅提升 21-22 年产量计划，我们调升公司的盈利预测至 20-22 年 EPS 分别 0.25、0.51、1.19 元（原为 0.24、0.47、0.64 元，同比+4.2%、8.5%和 85.9%）。同时基于公司黄金产量未来两年大幅增长带来的成长性和业绩弹性，并参考可比公司 PE（2020）均值为 35.6 倍，我们认为给予公司 2021 年 35x PE 较为合理，对应股价为 17.88 元/股，维持 “买入”评级。

➢ **风险因素：** 五龙矿业技改以及 Sepon 金矿产量释放不及预期，黄金价格大幅波动等。

| 重要财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入(百万元) | 2,153.12 | 6,068.46 | 6,260.93 | 7,895.29 | 10,367.34 |
| 增长率 YoY % | -16.77% | 181.85% | 3.17% | 26.10% | 31.31% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -133.05 | 188.01 | 481.69 | 972.50 | 2,274.52 |
| 增长率 YoY% | -148.49% | - | 156.20% | 101.90% | 133.88% |
| 毛利率% | 19.50% | 20.11% | 20.70% | 28.54% | 43.38% |
| 净资产收益率 ROE% | -5.05% | 6.88% | 12.08% | 17.62% | 31.84% |
| EPS(摊薄)(元) | -0.07 | 0.10 | 0.25 | 0.51 | 1.19 |
| 市盈率 P/E(倍) | -150 | 106 | 41 | 21 | 9 |
| 市净率 P/B(倍) | 7.93 | 6.79 | 3.97 | 3.32 | 2.41 |

*资料来源：万得，信达证券研发中心预测* *注：股价为 2020 年 06 月 22 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** | 2,759.54 | 3,345.71 | 6,179.24 | 7,787.99 | 10,555.72 |
| 货币资金 | 218.07 | 531.23 | 3,082.24 | 4,016.42 | 6,596.67 |
| 应收票据 | 1.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款 | 138.01 | 139.34 | 143.76 | 181.29 | 238.05 |
| 预付账款 | 107.53 | 117.30 | 120.14 | 136.52 | 142.03 |
| 存货 | 2,042.89 | 2,207.25 | 2,482.52 | 3,103.17 | 3,228.39 |
| 其他 | 251.48 | 350.59 | 350.59 | 350.59 | 350.59 |
| **非流动资产** | 4,988.69 | 4,436.62 | 4,651.96 | 4,331.35 | 4,019.31 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产（合计） | 3,077.18 | 2,925.23 | 2,465.61 | 2,923.97 | 3,245.85 |
| 无形资产 | 1,168.05 | 649.52 | 1,347.27 | 735.34 | 257.99 |
| 其他 | 743.46 | 861.87 | 839.08 | 672.04 | 515.48 |
| **资产总计** | 7,748.23 | 7,782.33 | 10,831.20 | 12,119.34 | 14,575.03 |
| **流动负债** | 1,122.91 | 1,762.88 | 2,703.47 | 2,766.93 | 2,626.89 |
| 短期借款 | 158.89 | 385.12 | 785.12 | 885.12 | 785.12 |
| 应付票据 | 130.00 | 285.00 | 291.88 | 331.69 | 345.07 |
| 应付账款 | 204.62 | 181.92 | 186.31 | 211.72 | 220.26 |
| 其他 | 629.40 | 910.84 | 1,440.16 | 1,338.40 | 1,276.43 |
| **非流动负债** | 3,798.82 | 2,744.51 | 2,736.41 | 2,937.41 | 3,138.91 |
| 长期借款 | 69.20 | 37.96 | 29.16 | 229.16 | 429.16 |
| 其他 | 3,729.62 | 2,706.54 | 2,707.24 | 2,708.24 | 2,709.74 |
| **负债合计** | 4,921.73 | 4,507.38 | 5,439.87 | 5,704.33 | 5,765.79 |
| 少数股东权益 | 306.84 | 331.84 | 357.19 | 408.37 | 528.08 |
| 归属母公司股东权益 | 2,519.66 | 2,943.11 | 5,034.14 | 6,006.64 | 8,281.16 |
| **负债和股东权益** | 7,748.23 | 7,782.33 | 10,831.20 | 12,119.34 | 14,575.03 |

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 | 2,153.12 | 6,068.46 | 6,260.93 | 7,895.29 | 10,367.34 |
| 同比（%） | -16.77% | 181.85% | 3.17% | 26.10% | 31.31% |
| 归属母公司净利润 | -133.05 | 188.01 | 481.69 | 972.50 | 2,274.52 |
| 同比（%） | -148.49% | - | 156.20% | 101.90% | 133.88% |
| 毛利率（%） | 19.50% | 20.11% | 20.70% | 28.54% | 43.38% |
| ROE% | -5.05% | 6.88% | 12.08% | 17.62% | 31.84% |
| EPS (摊薄)(元) | -0.07 | 0.10 | 0.25 | 0.51 | 1.19 |
| P/E | -150 | 106 | 41 | 21 | 9 |
| P/B | 7.93 | 6.79 | 3.97 | 3.32 | 2.41 |
| EV/EBITDA | 54.07 | 11.35 | 13.82 | 11.10 | 5.70 |

利润表 单位:百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 2,153.12 | 6,068.46 | 6,260.93 | 7,895.29 | 10,367.34 |
| 营业成本 | 1,733.21 | 4,847.94 | 4,965.03 | 5,642.13 | 5,869.79 |
| 营业税金及附加 | 35.89 | 166.80 | 156.52 | 197.38 | 259.18 |
| 销售费用 | 3.42 | 46.47 | 31.30 | 39.48 | 51.84 |
| 管理费用 | 192.71 | 342.22 | 313.05 | 394.76 | 518.37 |
| 研发费用 | 47.93 | 73.05 | 62.61 | 78.95 | 103.67 |
| 财务费用 | 79.04 | 226.84 | 87.10 | 153.06 | 173.76 |
| 减值损失合计 | 187.71 | -22.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -10.20 | -10.30 | -3.34 | -3.34 | -5.63 |
| 其他 | 43.92 | -3.02 | 30.69 | 30.69 | 30.69 |
| **营业利润** | -93.07 | 374.33 | 672.66 | 1,416.87 | 3,415.78 |
| 营业外收支 | 0.79 | -72.05 | 3.39 | 4.91 | 4.55 |
| **利润总额** | -92.28 | 302.28 | 676.05 | 1,421.78 | 3,420.33 |
| 所得税 | 21.32 | 92.83 | 169.01 | 398.10 | 1,026.10 |
| **净利润** | -113.60 | 209.45 | 507.04 | 1,023.68 | 2,394.23 |
| 少数股东损益 | 19.45 | 21.44 | 25.35 | 51.18 | 119.71 |
| **归属母公司净利润** | -133.05 | 188.01 | 481.69 | 972.50 | 2,274.52 |
| EBITDA | 294.32 | 1,569.02 | 1,582.53 | 1,996.70 | 3,907.95 |
| EPS (当年)(元) | -0.09 | 0.12 | 0.25 | 0.51 | 1.19 |

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** | 387.06 | 438.89 | 1,174.71 | 1,075.45 | 2,841.94 |
| 净利润 | -113.60 | 209.45 | 507.04 | 1,023.68 | 2,394.23 |
| 折旧摊销 | 291.54 | 1,081.93 | 689.18 | 391.40 | 324.55 |
| 财务费用 | 95.06 | 184.81 | 217.30 | 183.52 | 163.07 |
| 投资损失 | 10.20 | 10.30 | 3.34 | 3.34 | 5.63 |
| 营运资金变动 | -93.96 | -1,087.08 | -264.99 | -556.21 | -85.17 |
| 其它 | 197.83 | 39.47 | 22.83 | 29.71 | 39.63 |
| **投资活动现金流** | -1,007.39 | -388.76 | 225.12 | -103.85 | -57.77 |
| 资本支出 | -220.60 | -434.30 | 228.46 | -100.50 | -52.14 |
| 长期投资 | -725.25 | 101.74 | -3.34 | -3.34 | -5.63 |
| 其他 | -61.53 | -56.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **筹资活动现金流** | 721.44 | 153.67 | 1,167.18 | -21.96 | -178.97 |
| 吸收投资 | 0.00 | 0.00 | 1,484.30 | 0.00 | 0.00 |
| 借款 | -89.54 | -9.03 | 391.90 | 301.00 | 101.50 |
| 支付利息或股息 | 72.56 | 72.86 | 201.30 | 168.05 | 138.12 |
| **现金流净增加额** | 94.50 | 197.29 | 2,551.01 | 934.18 | 2,580.25 |

## 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）;<br>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。