

强烈推荐-A (维持)

赤峰黄金 600988.SH

当前股价: 16.26 元
 2020年09月28日

终止定增 员工持股计划更显高管信心

基础数据

上证综指	3219
总股本(万股)	166391
已上市流通股(万股)	142638
总市值(亿元)	271
流通市值(亿元)	232
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	50.5%
主要股东	赵美光
主要股东持股比例	30.42%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-25	97	201
相对表现	-21	75	182

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《赤峰黄金(600988)—H1 净利超去年全年 H2 增幅有望进一步扩大》2020-07-31
- 2、《赤峰黄金(600988)—黄金稀缺高增长标的》2020-07-01
- 3、《赤峰黄金(600988)—增发预案修订彰显高管信心和决心》2020-06-23

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
 S1090517030002

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn
 S1090519040002

马晓晴

maxiaoqing@cmschina.com.cn
 S1090519010002

公司公告, 决定终止非公开发行计划, 同时, 董事会审议通过对公司不超过 98 位核心人员推行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 8,319.5569 万股, 约占公司股本总额的 5%。

□ **终止非公开发行计划的原因:** 本次对包括 9 个公司高管在内的 14 名战略投资者非公开发行股票, 募集资金总额不超过 14.8 亿元, 发行股票数量为不超过 239,789,979 股, 未超过发行前公司总股本的 30%。募集资金主要用于补充流动资金及偿还金融机构借款。鉴于公司自 2020 年二季度以来盈利大幅增长, 银行融资渠道逐渐恢复, 剥离非矿资产进展顺利, 公司资金压力已得到有效缓解。

□ **员工持股计划看点:**

1、股票来源通过二级市场购买(包括集中竞价交易, 大宗交易及协议转让等方式)以及法律法规允许的方式获得赤峰黄金 A 股普通股股票, 不存在扩股本, 稀释每股利润的压力。今年 3 月公司公布定增预案以来, 定增增加 30% 股本, 每股利润、产量和资源量被稀释大概率基本已经被市场消化。

2、高管持股数量或增加。非公开发行高管计划认购 387.7221 万股, 本次员工持股按照 8,319.5569 万股和 7.5% 计划比例计算, 每个高管或自筹资金认购不超过 624 万股, 不考虑其他, 高管个人持股量较非公开发行增约 60%。

3、业绩考核要求不变。要求 2020 年度、2021 年度、2022 年度矿产金产量分别不低于 4.50 吨、10 吨、16 吨。

□ **维持“强烈推荐-A”。**不考虑非矿资产剥离, 按照 385 元/g 金价算, 预计 2020 年归母净利 5.7 亿, 57 倍 PE。PE 产量和盈利高增长下 2021/2022PE 下降到 26/16 倍, 贵金属板块估值底部水平。公司确定了“聚焦黄金矿业”, 计划剥离资源综合回收利用资产, 进一步改善现金流, 同时也将成为更纯的黄金采选公司。随着产量增长, 公司 2022 年矿产金产量/市值黄金板块最高, 因此同样具有较高价格弹性。

□ **风险提示:** 新扩建投产不及预期风险, 黄金价格以及铜铅锌价格波动风险, 安全生产和环保风险, 采矿权延续风险等。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	2153	6068	5999	6581	8800
同比增长	-17%	182%	-1%	10%	34%
营业利润(百万元)	(93)	374	838	1559	2569
同比增长	-128%	-502%	124%	86%	65%
净利润(百万元)	(133)	188	569	1060	1748
同比增长	-148%	-241%	202%	87%	65%
每股收益(元)	-0.09	0.12	0.34	0.64	1.05
PE	-174.3	134.5	47.6	25.5	15.5
PB	9.2	8.6	7.5	6.0	4.6

资料来源: 公司数据、招商证券

6月公司重新修订非公开发行股票预案，发行价格为6.19元/股，募集资金总额不超过148,430.00万元，发行股票数量为不超过239,789,979股（含本数），未超过发行前上市公司总股本1,663,911,378股的30%。

6月非公开发行预案修订中两点较大变化：

1、锁定期从之前的18个月延长至36个月。

2、增加业绩承诺。公司计划2020年度、2021年度、2022年度矿产金产量分别不低于4.50吨、10吨、16吨。核心管理人员投资者特别承诺：若公司2020-2022年度累计矿产金产量未达到30.50吨，同意其此次认购公司股票的锁定期延长至公司连续三年累计矿产金产量不低于30.50吨且矿产金产量达到16吨/年之当年年末。

非公开增发募集所得资金全部用来补充流动资金和偿还金融机构借款，以改善资产负债率，并为企业规模拓展提供资金支持。

表 1：非公开发行的发行对象拟认购金额及股份数量

序号	发行对象	拟认购金额 (万元)	拟认购数量 (股)	发行对象介绍	
1	王建华	2,400.00	3,877,221	公司董事、监事、高管等核心 管理人员，合计占发行量的约 18%	
2	吕晓兆	2,400.00	3,877,221		
3	高波	2,400.00	3,877,221		
4	傅学生	2,400.00	3,877,221		
5	赵强	2,400.00	3,877,221		
6	李金千	2,400.00	3,877,221		
7	周新兵	2,400.00	3,877,221		
8	武增祥	2,400.00	3,877,221		
9	梁建平	2,400.00	3,877,221		
10	王晋定	5,000.00	8,077,544		离任不足12个月的董事和高管
11	前海开源	58,430.00	94,394,184		
12	工银瑞信	39,700.00	64,135,702		
13	青岛天诚	15,000.00	24,232,633		
14	逗号投资	8,700.00	14,054,927		
	合计	148,430.00	239,789,979		

资料来源：6月23日公司公告《非公开发行A股股票预案(修订稿)》、招商证券

最新公司公告，董事会审议通过《赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司第一期员工持股计划（草案）》。本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8,319.5569万股，约占本员工持股计划草案公告日公司股本总额166,391.1378万股的5.00%，具体规模将根据实际出资缴款金额确定。

本员工持股计划设立后将委托具备资产管理资质的专业机构设立符合法律政策规定的信托计划并进行管理，信托计划主要投资范围为赤峰黄金A股普通股股票以及现金类资产等。信托计划募集资金总额上限为207,988万元，以“份”作为认购单位，每份份额为1元，并按照不超过1.5:1的比例设置优先级份额和劣后级份额。本员工持股计划认购信托计划的全部劣后级份额，认购金额不超过103,995万元，其余为优先级份额，共同组成规模不超过207,988万元的信托计划。

表 2: 员工持股持有人对应的权益份额及比例

持有人	职务	持有份额 (万份)	占持股计划比例
王建华	董事长、董事	5,199.75	7.50%
吕晓兆	总裁、董事	5,199.75	7.50%
傅学生	执行总裁、董事	5,199.75	7.50%
高波	执行总裁、董事	5,199.75	7.50%
赵强	执行总裁、财务总监、董事	5,199.75	7.50%
李金千	执行总裁、董事	5,199.75	7.50%
周新兵	董事会秘书	5,199.75	7.50%
武增祥	监事会主席	5,199.75	7.50%
其他核心人员 (不超过 90 人)		62,397.00	40.00%
合计		103,995.00	100.00%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 核心子公司净利润 (万元)

公司名称	主营业务	权益	2019H1 净利润	2019 净利润	2020H1 净利润	2020H1 同比
吉隆矿业	黄金采选	100%	5,687	10,982.01	11,277.16	98.3%
华泰矿业	黄金采选	100%	231	-29.43	928.5	302.7%
五龙矿业	黄金采选	100%	408	157.17	6,600.68	1517.1%
瀚丰矿业	有色金属采选	100%		4,696.08	2,632.78	
万象矿业	有色金属采选	90%	10,069	14,225.78	10,119.89	0.5%
雄风环保	有色金属资源	100%	1,709	6,827.62	1,458.06	-14.7%
广源科技	废弃电器电子	55%	1,403	1,599.93	1,036.00	-26.2%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 不同金价对应归母净利润 (元/克, 百万元)

	金价	净利润-2020E	净利润-2021E	净利润-2022E
年初至报告日均价	385	569	1060	1748
报告日均价	400	610	1154	1898
上半年均价	369	525	962	1591

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 盈利预测中市场价格假设 (铜铅锌价格为含税价格, 单位元/吨, 金价格单位元/g)

市场价格	2018	2019	2020E	2021E	2022E
金	271	312	385	385	385
电解铜	43,636	42,267	41,547	41,547	41,547
电解铅	16,462	14,745	13,148	13,148	13,148
电解锌	20,610	18,363	15,944	15,944	15,944

资料来源: wind、招商证券

表 6: 主要黄金标的矿产金产量和估值对比 (吨、亿元)

公司名	市值 (亿元)	2020E 净利润 (亿元)	2020E/PE	金资源量 (吨)	资源量/市值	2020 产量 (吨)	产量/市值 *100
湖南黄金	102	2.7157	38	141	1.4	5.0	4.9
山东黄金	1,100	25.3	43	884	0.8	42.0	3.8
中金黄金	486	11.3	43	512	1.1	24.4	5.0
赤峰黄金	271	5.7	48	156	0.6	4.5	1.7
银泰黄金	286	13.0	22	99	0.3	8.3	2.9
紫金矿业	1,573	53.6	29	2,284	1.5	40.8	2.6
恒邦股份	129	4.6	28	112	0.9	1.794	1.4

资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

备注: 除赤峰黄金、银泰黄金, 其他公司 2020E 净利润为 wind 一致预期。

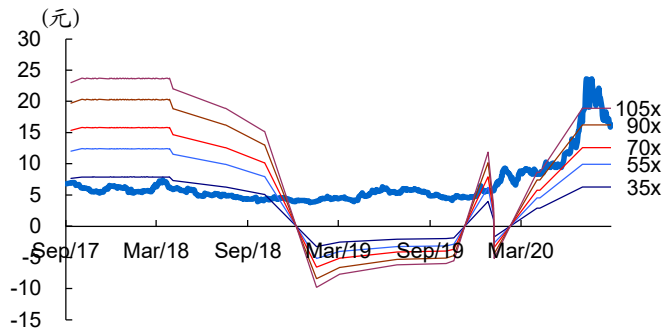
敬请阅读末页的重要说明

表 7: 主要黄金标的矿产金产量和价格弹性对比 (吨、亿元)

公司名	2020E 产量	2021E 产量	2022E 产量	年复合增速	2021E 净利润	2021E/PE	2021 产量/市值*100	2022 产量/市值*100
湖南黄金	5.0	5.1	5.2	2%	4.18	24	4.95	5.05
山东黄金	42.0	43.0	44.5	3%	32.35	34	3.91	4.04
中金黄金	24.0	24.0	24.0	-1%	16.90	29	4.94	4.94
赤峰黄金	4.5	10.0	16.0	98%	10.60	26	3.70	5.91
银泰黄金	8.3	9.1	9.1	16%	15.72	18	3.17	3.17
紫金矿业	40.8	49.6	60.0	145%	76.86	20	3.15	3.81
恒邦股份	1.8	1.8	2.5	12%	5.99	22	1.39	1.94

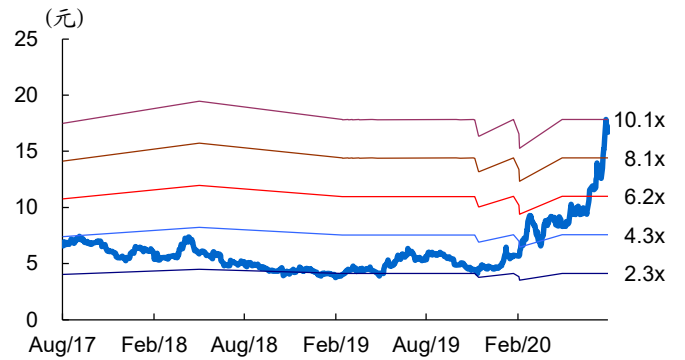
资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

图 1: 赤峰黄金历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 赤峰黄金历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2760	3348	3896	5016	6797
现金	218	531	1324	2498	3658
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	0	0	0	0
应收款项	138	139	121	132	177
其它应收款	208	285	281	309	413
存货	2043	2207	1996	1902	2327
其他	151	186	174	176	223
非流动资产	4989	4436	4199	3999	3830
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3077	2925	2789	2681	2595
无形资产	1535	1011	910	819	737
其他	377	500	500	499	499
资产总计	7748	7785	8095	9015	10628
流动负债	1123	1535	1140	1118	1215
短期借款	159	385	385	385	385
应付账款	335	467	424	404	494
预收账款	24	34	31	29	36
其他	605	649	300	300	300
长期负债	3799	2975	2975	2975	2975
长期借款	69	38	38	38	38
其他	3730	2937	2937	2937	2937
负债合计	4922	4510	4115	4094	4190
股本	1426	1555	1664	1664	1664
资本公积金	219	232	232	232	232
留存收益	874	1156	1724	2614	4044
少数股东权益	307	332	360	411	497
归属于母公司所有者权益	2520	2943	3620	4510	5941
负债及权益合计	7748	7785	8095	9015	10628

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	387	433	1649	1971	2157
净利润	(133)	188	569	1060	1748
折旧摊销	292	1082	700	662	631
财务费用	95	185	178	188	241
投资收益	10	10	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	109	(1011)	202	31	(532)
其它	14	(21)	24	53	93
投资活动现金流	(1007)	(389)	(438)	(438)	(438)
资本支出	(221)	(443)	(462)	(462)	(462)
其他投资	(787)	55	23	23	23
筹资活动现金流	721	154	(417)	(359)	(559)
借款变动	(2102)	1031	(348)	0	0
普通股增加	0	129	109	0	0
资本公积增加	(11)	13	0	0	0
股利分配	0	0	0	(171)	(318)
其他	2835	(1019)	(178)	(188)	(241)
现金净增加额	101	198	793	1174	1160

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2153	6068	5999	6581	8800
营业成本	1733	4848	4400	4192	5129
营业税金及附加	36	167	143	157	210
营业费用	3	46	46	50	67
管理费用	193	342	327	359	480
研发费用	48	73	80	88	117
财务费用	79	227	178	188	241
资产减值损失	188	(23)	(11)	(11)	(11)
公允价值变动收益	(15)	11	11	11	11
其他收益	59	31	22	22	22
投资收益	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
营业利润	(93)	374	838	1559	2569
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	2	72	0	0	0
利润总额	(92)	302	838	1559	2569
所得税	21	93	242	447	735
少数股东损益	19	21	28	52	85
归属于母公司净利润	(133)	188	569	1060	1748

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	-17%	182%	-1%	10%	34%
营业利润	-128%	-502%	124%	86%	65%
净利润	-148%	-241%	202%	87%	65%
获利能力					
毛利率	19.5%	20.1%	26.7%	36.3%	41.7%
净利率	-6.2%	3.1%	9.5%	16.1%	19.9%
ROE	-5.3%	6.4%	15.7%	23.5%	29.4%
ROIC	-0.6%	10.4%	16.5%	23.4%	29.3%
偿债能力					
资产负债率	63.5%	57.9%	50.8%	45.4%	39.4%
净负债比率	3.3%	9.9%	5.2%	4.7%	4.0%
流动比率	2.5	2.2	3.4	4.5	5.6
速动比率	0.6	0.7	1.7	2.8	3.7
营运能力					
资产周转率	0.3	0.8	0.7	0.7	0.8
存货周转率	1.0	2.3	2.1	2.2	2.4
应收帐款周转率	19.8	43.5	46.2	52.1	56.9
应付帐款周转率	6.9	12.1	9.9	10.1	11.4
每股资料 (元)					
EPS	-0.09	0.12	0.34	0.64	1.05
每股经营现金	0.27	0.28	0.99	1.18	1.30
每股净资产	1.77	1.89	2.18	2.71	3.57
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.19	0.32
估值比率					
PE	-174.3	134.5	47.6	25.5	15.5
PB	9.2	8.6	7.5	6.0	4.6
EV/EBITDA	195.5	24.6	17.4	12.4	8.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。8年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind 最具影响力分析师等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，9年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

马晓晴：有色钢铁行业分析师，香港中文大学硕士，2018年3月加入招商证券，曾任职于天风证券，3年钢铁行业研究经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。