

强烈推荐-A (维持)

赤峰黄金 600988.SH

当前股价: 11.94 元
 2020年07月01日

黄金稀缺高增长标的

基础数据

上证综指	3026
总股本(万股)	166391
已上市流通股(万股)	142638
总市值(亿元)	199
流通市值(亿元)	170
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	4.0
资产负债率	50.9%
主要股东	赵美光
主要股东持股比例	30.42%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《赤峰黄金(600988)一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
 S109051904002

马晓晴

maxiaoqing@cmschina.com.cn
 S1090519010002

老挝 Sepon 矿迎来矿产金投产收获季,配合国内“建大矿、上规模”的方针,五龙等国内金矿技改项目陆续推进,未来三年公司矿产金产量将迎来高增长,管理层承诺 2020/2021/2022 年矿产金产量分别 4.5、10、16 吨,三年复合增速 98%,行业内稀缺的高增速。

- ❑ **老挝 Sepon 矿首块金锭出炉,逐渐成为公司主力矿山:** 公司通过加大勘探将老挝 Sepon 矿的储量从收购的时候 40 吨增到 103 吨,增储 1.5 倍。金矿总设计规模为年处理矿石量 300 万吨,包含氧化金矿处理系统和原生金矿处理系统两部分并保留 100 万吨铜矿生产系统。5 月氧化系统已经投产,原生金矿处理系统预计 8 月建成投产,预计 2020/2021/2022 年矿产金产量分别贡献 2.2 吨、7.5 吨、11 吨。公司 2019 年金矿产量仅 2 吨;
- ❑ **言行合一,剥离非矿资产:** 新的管理层确定“聚焦黄金矿业”的发展方向和经营宗旨。紧随其后,提出剥离雄风环保和广源科技两个非矿子公司,转让予同一控制人下的瀚丰联合。雄风环保权益账面值为 11.5 亿元,评估值 16 亿元,增值率 39%。以估价值为依据,确定雄风环保 100%的股权挂牌转让底价为 16 亿元,按照 2019 年净利润 0.72 亿元计算对应 22 倍 PE。
- ❑ **狼性管理团队打开未来外延并购的想象空间:** 王建华董事长给公司带来了新的气象以及全球性顶尖矿业公司的管理理念,以他在山东黄金和紫金矿业的战绩和风格上来看,公司未来的并购和扩张上有望加速加码。随着国内外金矿的扩建投产,公司未来三年现金流也将为未来并购开拓提供良性资金基础。
- ❑ **维持“强烈推荐-A”投资评级。** 预计 2020 年归母净利 4 亿,50 倍 PE,基本持平于行业龙头山东黄金,不过产量和盈利高速增长下 2021/2022 年 PE 下降到 22/13 倍,贵金属板块估值底部水平。公司确定了“聚焦黄金矿业”的发展方向和经营宗旨,计划剥离资源综合回收利用资产,进一步改善现金流,同时公司也将成为更纯的黄金采选公司。
- ❑ **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	6358	6972	9097
同比增长	-17%	182%	5%	10%	30%
营业利润(百万元)	(93)	374	584	1361	2270
同比增长	-128%	-502%	56%	133%	67%
净利润(百万元)	(133)	188	396	925	1545
同比增长	-148%	-241%	111%	134%	67%
每股收益(元)	-0.09	0.12	0.24	0.56	0.93
PE	-128.0	98.8	50.2	21.5	12.9
PB	6.8	6.3	5.8	4.7	3.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1 公司简介	4
2 新上领导班子之后的“狼性”	7
2.1 管理上的“狼性”和多元化	7
2.2 确定了“聚焦黄金矿业”的发展方向和经营宗旨	8
2.3 言行合一，紧跟提出剥离非矿资产	8
3 预将进入三年无忧高增长期	9
3.1 存量+增量“双业务核心”发展模式	9
3.2 Sepon 金铜矿进展超预期，高增长兑现在即	10
3.3 五龙等国内矿扩建	13
4 非公开发行预案修订彰显核心管理人员的信心和决心	13
5 盈利预测和估值	15
5.1 金矿品位较高，单吨盈利能力较强	15
5.2 狼性管理团队打开未来外延并购的想象空间	17
5.3 高增长稀缺贵金属标的	17
5.4 盈利预测:	17
6 风险提示	18

图表目录

图 1 公司股权结构	4
图 2 核心资产注入时间轴	5
图 3: 2019 年营业收入结构	5
图 4: 2019 年毛利润结构	5
图 5: 2019 年采矿业营业收入结构	6
图 6: 2019 年采矿业毛利润结构	6
图 7 两个资源综合回收利用子公司每年实现净利润（百万元）	9
图 8 公司矿产金产量（吨）	10
图 9: Sepon 股权结构图	11
图 10 Sepon 矿金铜产量统计和预测	11
图 11: SEPON 地理位置	13
图 12: Sepon 资源分布图，黄色金矿，绿色铜矿	13

图 13: 赤峰黄金历史 PE Band.....	18
图 14: 赤峰黄金历史 PB Band.....	18
表 1: 公司旗下主要子公司及 2019 年盈利 (百万元)	4
表 2: 2019 年度/2019 年 12 月 31 日主要财务数据 (百万元)	8
表 3: 境内黄金矿山子公司采矿权资源储量	10
表 4: 瀚丰矿业采矿权截止 2019 年末资源储量情况.....	10
表 5: 截至 2019 年 12 月 31 日, Sepon 矿山金资源量	12
表 6: 发行对象拟认购金额及股份数量.....	14
表 7: 主要黄金标的单吨矿产金净利润.....	15
表 8: 截止 2019 年底银泰黄金黄金矿保有资源量	15
表 9: 截止 2019 年底山东黄金矿产资源量及矿产储量	15
表 10: 中金黄金自有矿山基本情况.....	16
表 11: 主要黄金标的矿产金产量和估值对比 (吨、亿元)	17
表 12: 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)	17
附: 财务预测表	20

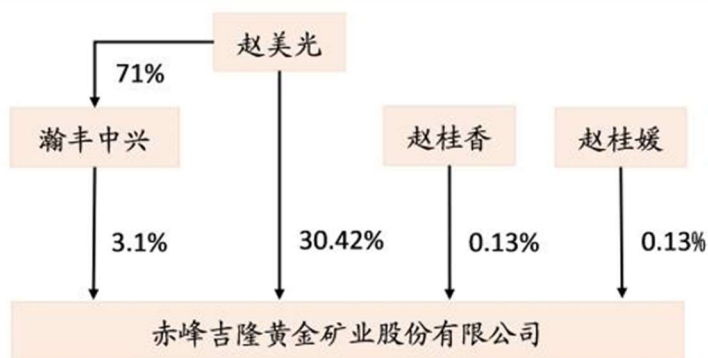
1 公司简介

公司成立于 2005 年。赤峰吉隆矿业有限责任公司成立于 2005 年 10 月，前身为国有赤峰撰山子金矿，赵美光先生通过国有企业破产资产挂牌拍卖方式取得其产权。2012 年，吉隆矿业与上市公司 ST 宝龙实施重大资产重组，实现借壳上市，成为上市公司全资子公司。2013/2018/2019 陆续分别收购五龙矿业、老挝 Sepon 矿、瀚丰矿业等。

公司的主营业务为黄金、有色金属采选及资源综合利用业务。主要产品为黄金、白银、铜、钼、钯等多种贵金属、有色金属，是全国重点黄金企业集团之一。

截止 2019 年底，境内黄金矿业子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业黄金共拥有 8 宗采矿权和 15 宗探矿权，保有黄金资源量约 53.25 吨；公司所属矿山的矿石品位高，属于国内当前少有的高品位富矿床，相比同类黄金矿山企业，公司黄金生产的单位成本较低，毛利率较高。Sepon 矿截止 2019 年底，拥有金矿资源量约 102.6 吨。合计公司黄金资源量 155.85 吨。同时，公司黄金矿山分布于全国重点成矿带，尤其国内五龙和老挝的 Sepon 金矿有进一步获取资源的潜力。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

赵美光直接持有公司 30.42% 股份，其一致行动人瀚丰中兴、赵桂香、赵桂媛分别持有公司 3.10%、0.13% 和 0.13% 股份，合计持有公司 33.77% 股份。赵美光先生为公司控股股东及实际控制人。

表 1: 公司旗下主要子公司及 2019 年盈利 (百万元)

公司名称	主营业务	主要业务资质	地址	权益	营业收入	净利润
吉隆矿业	黄金采选	1 宗采矿权 8 宗探矿权	内蒙古赤峰	100%	301.3	109.8
华泰矿业	黄金采选	6 宗采矿权 6 宗探矿权	内蒙古赤峰	100%	46.8	-0.3
五龙矿业	黄金采选	1 宗采矿权 1 宗探矿权	辽宁丹东	100%	260.1	1.6
瀚丰矿业	锌、铅、铜、钼采选	2 宗采矿权 2 宗探矿权	吉林	100%	151.8	47.0
LXML/万象矿业	铜矿开采和冶炼,并计划重启金矿的生产	1 宗采矿权 1 宗探矿权	老挝	90%	2963.0	142.3
雄风环保	有色金属资源综合利用	危险废物经营许可	湖南郴州	100%	2175.0	68.3

公司名称	主营业务	主要业务资质	地址	权益	营业收入	净利润
广源科技	废弃电器电子产品拆解	废弃电器电子产品处理资格	安徽合肥	55%	233.4	16.0

资料来源：公司公告、招商证券

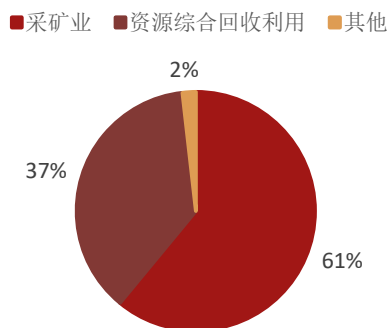
图 2 核心资产注入时间轴



资料来源：公司公告、招商证券

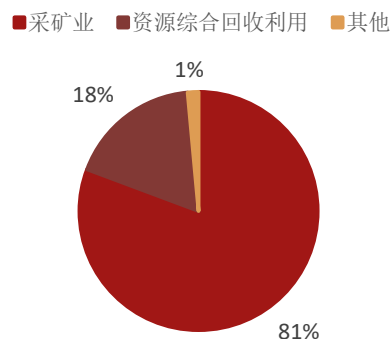
子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙黄金从事黄金采选业务，其中五龙选厂规模计划由现有的 1200t/d 改扩建至 3000t/d，预计 2022 年达产，贡献国内金产量未来主要增量；子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的万象矿业目前主要从事铜矿开采和冶炼，并计划重启金矿的生产，是未来公司成长的主要来源；雄风环保与广源科技同属资源综合回收利用行业，雄风环保从事有色金属资源综合回收利用业务，广源科技从事废弃电器电子产品处理业务，公司计划剥离。

图 3: 2019 年营业收入结构



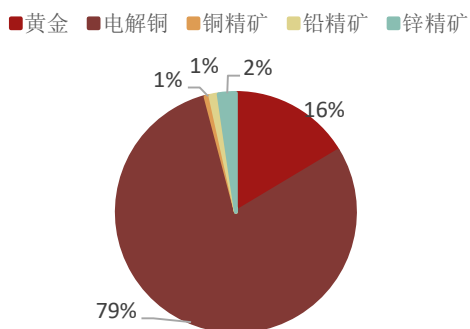
资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 2019 年毛利润结构



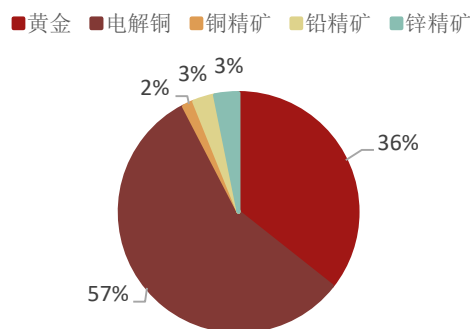
资料来源：公司公告、招商证券

图 5: 2019 年采矿业营业收入结构



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 2019 年采矿业毛利润结构



资料来源: 公司公告、招商证券

2019 年采矿业贡献公司 81%毛利润,老挝 sepon 矿电解铜贡献了其中 57%的毛利润。2020 年, 老挝 sepon 矿开始进入铜转金的时代, 电解铜贡献利润将大幅下降, 主要以黄金为主。根据我们测算, 不考虑剥离两个资源综合回收利用子公司, 明年黄金贡献公司毛利润比例将达到 83%。

2 新上领导班子之后的“狼性”

2019 年 12 月，王建华担任公司董事长。王建华董事长在山东黄金和紫金矿业的传奇战绩为人津津乐道。王建华董事长加入赤峰黄金之后，将会带来什么样的变革，市场翘首以盼。

王建华董事长紫金矿业任期，行业底部并购诺顿金田部分股权，收购科卢韦齐和多宝山铜矿控股股权，收购卡莫阿 40% 股权，这些项目都成为公司利润贡献的主力军。山东黄金任期平均每年收购一个项目。

王建华：1956 年 2 月生，山东潍坊人。

曾任山东省丝绸进出口公司总经理、党委书记。2006 年进入山东黄金，开始涉入黄金采选行业。

2006 年 2 月~2013 年 2 月，任山东黄金集团有限公司董事长、党委书记；

2013 年 2 月，王建华因身体原因辞去山东黄金集团有限公司董事长、党委书记一职，退休；

2013 年 6 月至 2016 年 12 月，任紫金矿业集团股份有限公司董事、总裁；

2017 年 4 月至 2018 年 5 月任云南白药控股有限公司董事长；

2018 年 6 月至今，任北京瀚丰联合科技有限公司副董事长、总裁；

2018 年 9 月至 2019 年 12 月，任赤峰黄金董事；

2019 年 12 月至今，任赤峰黄金董事长。

王建华先生当选公司董事长的会议上，同时通过了《关于 2022 年末前公司发展目标的议案》，公司将“专注黄金的开采与冶炼、聚集海内外优质黄金矿山资源，做专注、专业的黄金矿业公司”确定为公司的发展战略和经营宗旨。随后又确立了“双业务核心”发展模式（在存量业务稳步增长的同时，积极开拓创新增量业务，并着重在增量），加速了规模的增长，并启动了剥离非矿资产的工作。

公司的变化从年报上得到明显体现。公司 2019 年年报和往年在文字表达上有明显变化，反复强调公司“狼性”文化。公司“狼性”文化一方面表现在管理上的“狼性”，另外在公司成长上的“狼性”。

2.1 管理上的“狼性”和多元化

“狼性”文化和长期主义

2019 年，公司确立了“狼性”文化和奋斗文化，并将人才视为企业的核心驱动力；通过薪酬和激励体系改革激发团队的奋斗热情；通过“共生共长”的股权结构改革，实现团队与企业利害相关，荣辱与共，并保持对人才的长期信任、长期吸引和长期保障；通过团队文化建设，提高团队认知水平、改善团队工作作风。

公司确立了三个层次的核心团队建设；一是以效率为核心的矿山一线团队，主要评价生产效率，相关激励做到及时兑现；二是以效益为核心的事业部管理团队，主要评价其承担工作项目的难度和质量，相关激励按年度兑现；三是以价值为核心的高管团队，主要评价公司业绩和市值增长，并共同分享增长的成果。

通过加强内部沟通和自身学习,开展团队赴同行优秀企业考察学习等多种形式的培训活动,找不足、找差距,自我反思,对比提高,团队的认知格局日渐提升,领导干部的自我成长意识逐渐形成,自我追求理念逐渐打开。团队在确认共有愿景、确认共有价值、确认共有认知的基础上,确认了长期主义。

公司倡导团队要树立长期在吃苦中成长的意识,认识到个人财富是长期主动担当、严守职业底线和自我慷慨付出的副产品。公司高管带头缩减办公面积,取消与工作无关的所有配置,一切从简并有工作氛围。高管出差带头不坐头等舱和一等座,在子公司工作与员工同吃同住,拒绝一切形式主义和官僚主义,“只留奋斗者、欢送官老爷”,奋斗面前人人平等。

确立开放和多元文化

公司确立了开放和包容的多元文化。在股权层面全面开放,通过非公开发行股份等方式,引入基金管理公司、资产管理公司等专业的战略投资者,优化股东结构,提高股东支持力度和监督力度;在决策层面全面开放,公司引入了海外矿山子公司的外籍管理人员加盟董事会,引入战略投资者委派人员加盟监事会,提高董事会、监事会的科学决策水平;在团队层面全面开放,在职务、薪酬、岗位上全面开放,不但有开放性的人员流动,也有开放性的薪酬;特别是海外团队,形成中西方管理人员的多元、包容、共生的开放文化。

2.2 确定了“聚焦黄金矿业”的发展方向和经营宗旨

公司第七届董事会第 17 次会议(2019 年 12 月 21 日召开)审议通过选举董事王建华先生为公司董事长,同时担任公司法定代表人。同时,此次会议上审议通过了《关于 2022 年末前公司发展目标的议案》以及 2020 年第一次临时股东大会审议通过的《关于修订公司章程的议案》,将“专注黄金的开采与冶炼、聚集海内外优质黄金矿山资源,做专注、专业的黄金矿业公司”确定为公司的发展战略和经营宗旨。由此可见,王董事长给公司带来了新的理念,引领公司将聚焦所有的精力和资源,“单点爆破”,把黄金矿山产业深挖吃透,并通过扎实的技术创新和管理创新引领产业升级。

2.3 言行合一,紧跟提出剥离非矿资产

2020 年 4 月 30 日,公司公告,拟与北京瀚丰联合科技有限公司(简称“瀚丰联合”)、赵美光签署《关于出售非矿子公司股权的意向性协议》,将所持有的非矿业企业郴州雄风环保科技有限公司(简称“雄风环保”)100%的股权及安徽广源科技发展有限公司(简称“广源科技”)55%的股权转予瀚丰联合。公司与瀚丰联合的控股股东同为赵美光先生。

公司主营业务是矿采选+资源综合回收利用两个板块。资源综合回收利用板块有两个子公司,雄风环保和广源科技。

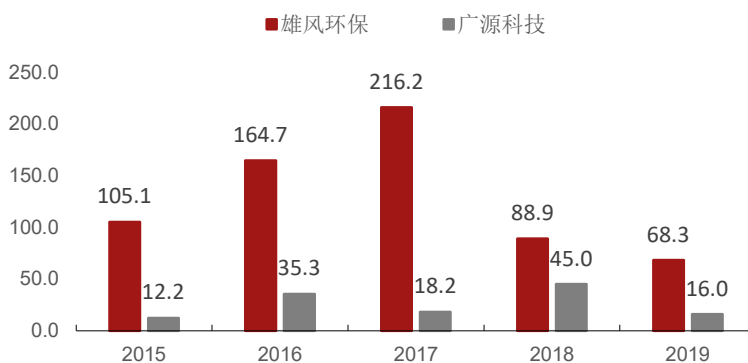
表 2: 2019 年度/2019 年 12 月 31 日主要财务数据(百万元)

项目	雄风环保	广源科技
权益	100%	55%
总资产	2,638.61	388.48
净资产	1,190.88	232.15
营业收入	2,174.98	179.44

项目	雄风环保	广源科技
净利润	68.28	16.48

资料来源：公司公告、招商证券

图 7 两个资源综合回收利用子公司每年实现净利润（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

雄风环保主营业务为从有色金属冶炼废渣等物料中综合回收银、铋、铅、金、钯等多种金属，目前年处理能力可达到 13 万吨。

广源科技主要从事废弃电器电子产品处理，享受国家废弃电器电子产品处理基金补贴，目前年拆解能力 110 万台。广源科技将合肥市作为主要原料采购市场，并布局合肥周边 30 多个县市。

2019 年，资源综合回收利用板块，处理低品位复杂物料 8.13 万吨，处理废弃电器电子产品 109.17 万台/套，实现主营业务收入 22.5 亿元。

以 2020 年 4 月 30 日为评估基准日，采用资产基础法、收益法分别进行评估并最终选用收益法评估结果作为评估结论。雄风环保权益账面值为 11.5 亿元，评估值 16 亿元，增值率 39%。以估价值为依据，确定雄风环保 100% 的股权挂牌转让底价为 16 亿元，按照 2019 年净利润 0.72 亿元计算对应 22 倍 PE。

3 预将进入三年无忧高增长期

3.1 存量+增量“双业务核心”发展模式

公司确立了“双业务核心”发展模式，在存量业务稳步增长的同时，积极开拓创新增量业务，并着重在增量。

在增量业务方面，根据国内矿山子公司的资源禀赋条件，开展了以五龙矿业为主的“建大矿、上规模”项目，加大投资力度，对采矿工程进行技术改造并将五龙矿业的选厂规模由现有的 1200t/d 改扩建至 3000t/d，该改扩建项目预计 2022 年完成。

公司海外子公司老挝万象矿业实施了“一体两翼”的发展策略，“一体”是指基于塞班矿山成熟的采矿和选冶系统，通过降本增效和科学管控，力争实现铜矿和金矿业务的并行生产并稳定增长；“两翼”是指在加大探矿增储力度的同时，加大低品位矿山选冶工艺的试验研究，力争实现跨越式发展。

表 3: 境内黄金矿山子公司采矿权资源储量

2019	主要品种	可采储量	品位, 克/吨	年产量	资源剩余可开采年限	采矿权有效期
吉隆矿业	金	45.79	14.39	12	4 年	2020.12.03
华泰矿业	金	286.53	7.46	18.89	15 年	2022.06.05/ 2021.11.17/ 2025.11.17/ 2020.09.14/ 2023.09.05/ 2024.11.17
五龙矿业	金	200.82	6.62	10	20 年	2020.12.04

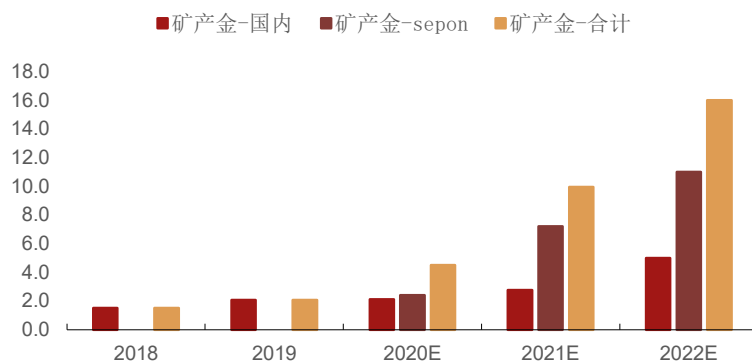
资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 瀚丰矿业采矿权截止 2019 年末资源储量情况

矿区	矿种	矿产	类别	矿石量	金属量(吨)	平均品	剩余	采矿权有效期
立山矿	锌 (Zn)	主矿	122b+332+333	426.19	108,992.19	2.56	6 年	2019.05.08-2025.12.07
	铅 (Pb)	共生	122b+332+333		64,773.91	1.52		
	铜 (Cu)	伴生	122b+332+333		11,395.43	0.27		
	银 (Ag)	伴生	333		236.6	0.0056		
	铅 (Pb)	伴生	333		1,838.00	0.0431		
东风矿	锌 (Zn)	主矿	122b+333	82.92	32,145.51	3.88	6 年	2019.04.28-2025.02.24
	铜 (Cu)	共生	122b+333		3,837.3	0.46		
	铅 (Pb)	伴生	122b+333		1,771.21	0.21		
	钼 (Mo)	共生	111b+122b+333	74.52	1,372.00	0.18		

资料来源: 公司公告、招商证券

图 8 公司矿产金产量 (吨)

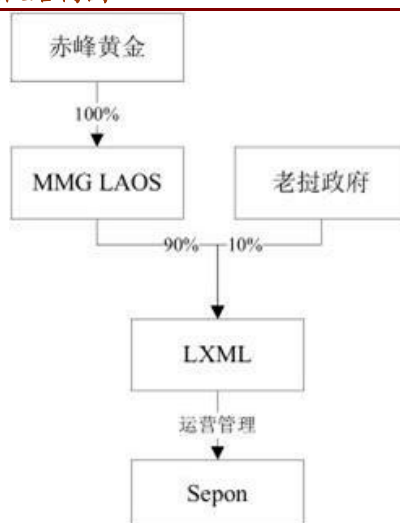


资料来源: 公司公告、招商证券

3.2 Sepon 金铜矿进展超预期, 高增长兑现在即

2018 年 11 月, 公司以 2.75 亿美元 (当日人民币对美元汇率中间价算约 17.8 亿元人民币), 从五矿资源收购 MMG Laos 100% 股权。MMG Laos 除持有 LXML (万象矿业) 90% 的股权外无其他业务或资产。LXML (万象矿业) 主要从事老挝的 Sepon 铜金矿的开发运营。老挝政府持有万象矿业另外 10% 的股权。

图 9: Sepon 股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

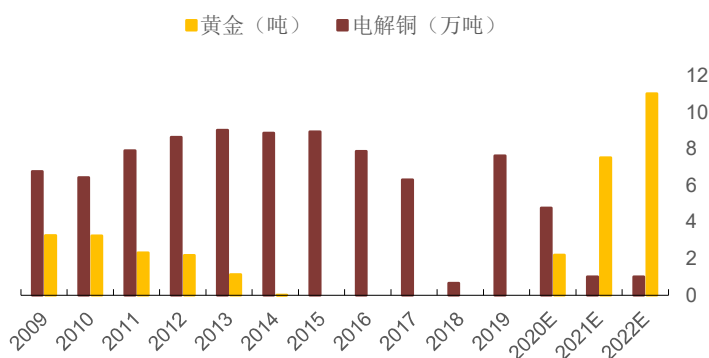
Sepon 铜金矿是老挝最大的矿山，拥有 1 宗采矿权和 1 宗探矿权，享有包括 Sepon 矿区在内的合计 1,247 平方公里范围内的矿产资源勘探及开采的独占权利。根据 LXML 与老挝政府的相关协议，Sepon 金矿的运营期自 2003 年 3 月 1 日开始，运营期持续 30 年，运营期满前有权申请 2 次延期，每次延期 10 年。开采方式为露天开采，拥有铜和金两条独立生产线。

老挝 Sepon 铜金矿于 2005 年投产，一直露天开采，已持续稳定运营 15 年以上。

根据五矿资源公告，2013 年 12 月停止黄金采选。2013 年，由于矿石品位下降，采选成本攀升（C1 成本升至 1,880 美元/盎司），加上黄金价格从 2012 年开始一路下跌（自 1796.1 美元/盎司一路下跌，2013 年 6 月跌至 1180.5 美元/盎司，下半年盘正在 1300 美元/盎司附近）。因此，五矿资源于 2013 年 12 月停止 Sepon 铜金矿的黄金开采和生产。

根据公司公告，截止 2018 年 12 月 31 日，LXML 保有金矿资源量（因金矿自 2013 年以来未开采，LXML 未进行金矿储量核实工作，故目前只有金资源量，无储量数据）：矿石 1,160 万吨，平均品位 3.47 克/吨，黄金金属量 40 吨；铜矿储量：矿石量 595 万吨，平均品位 2.32%，铜金属量 13.8 万吨。在此基础上，依托矿山 1145 平方公里广阔的探矿区域和丰富的资源储量前景，有望通过加大探矿增储力度获取更多优质黄金资源。

图 10 Sepon 矿金铜产量统计和预测



资料来源：五矿资源公告、赤峰黄金公告、招商证券

公司收购之后，集中精力对其增储增量。老挝万象矿业实施了“一体两翼”的发展策略，“一体”是指基于塞班矿山成熟的采矿和选冶系统，通过降本增效和科学管控，力争实现铜矿和金矿业务的并行生产并稳定增长；“两翼”是指在加大探矿增储力度的同时，加大低品位矿山选冶工艺的实验研究，力争实现跨越式发展。持续投入资金用于探矿增储并取得了显著成果。根据最新经合资格人签署的符合 JORC 标准资源储量报告，截至 2019 年末，万象矿业拥有金矿资源量约 330 万盎司（约 102.6 吨，比收购的时候增加了 1.5 倍），矿石量为 2,500 万吨，平均品位 4.1 克/吨。

什么是 JORC 标准？

国际上广为采用的标准澳大利亚的 JORC 标准、加拿大的 NI43-101 标准。JORC 标准被全球主要一所和主要金融机构认可，两标准都被国际矿业界看做是矿产勘查资本市场信息披露制度建设的模板，在一定程度上互认，我国目前采用中国国土资源部组织制定的《固体矿产地质勘查规范总则》。

《JORC 标准》注重信息披露和执行合资格人制度。规定：合资格人经行业协会批准和认可，其行为受澳大利亚股票交易所和行业协会双重监督。合资格人为自然人，责任人，具有技术独立性属性。合资格人在技术上负责地质勘查报告的编写和资源量/储量估计，并承担相应的法律责任。合资格人签字的地质勘查报告为澳大利亚股票交易所认可，还为其他主权国家市场认可。

表 5：截至 2019 年 12 月 31 日，Sepon 矿山金资源量

类型	品位 (克/吨)	矿石量 (百万吨)	金属量 (千盎司)
氧化金矿			
确定的	1.6	1.8	95
标示的	1.6	5.3	260
推测的	1.4	1.3	60
氧化矿总计	1.6	7.5	420
	品位 (克/吨)	矿石量 (百万吨)	金属量 (千盎司)
原生金矿			
确定的	3.9	0.4	51
标示的	6.3	6.8	1,400
推测的	4.7	9.4	1,400
原生矿总计	5.3	17	2,800
总计	4.1	25	3,300

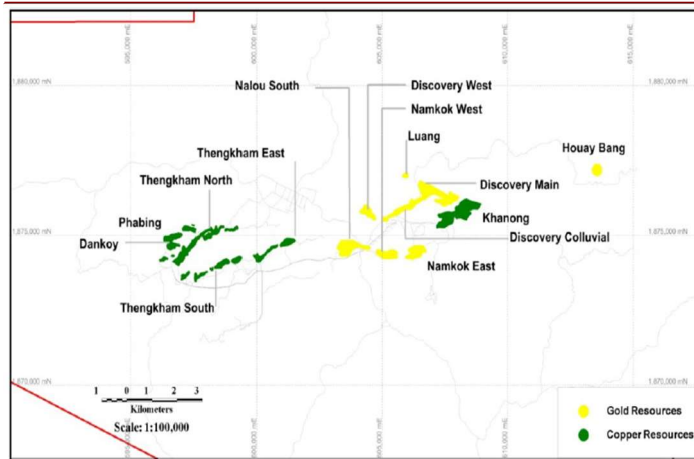
资料来源：公司公告、招商证券

图 11: SEPON 地理位置



资料来源：公司公告、招商证券

图 12: Sepon 资源分布图，黄色金矿，绿色铜矿



资料来源：公司公告、招商证券

Sepon 金矿项目总设计规模为年处理矿石量 300 万吨，包含氧化金矿处理系统和原生金矿处理系统两部分并保留 100 万吨铜矿生产系统。项目全部达产后，塞邦矿山将实现“三个并行”的生产格局：即金矿和铜矿并行生产、氧化矿与原生矿并行生产、露天开采和地下开采并行生产。

根据公司官网新闻，老挝当地时间 5 月 16 日上午 7 点整，Sepon 金矿项目氧化矿处理系统投产运行，比计划投产时间提前了 3 个月。6 月 23 日成功浇铸生产首块金锭，这标志着塞邦金矿项目氧化矿处理系统的成功运行，也意味着塞邦矿山正式进入了金铜并行的生产模式，也是以金为主的生产模式。原生金矿处理系统预计 8 月建成投产，也有提前的可能。完全投产后，预计一年贡献金金属量 8-11 吨，是目前公司黄金产量的 4-5 倍。

此外，低品位铜矿堆浸试验研究已经完成小试和中试，工业试验（100 万吨）正在进行中。Sepon 金铜矿低品位矿增储空间较大，堆浸实验成功推广之后，进一步打开 Sepon 金铜矿未来增储和增产增收空间。

3.3 五龙等国内矿扩建

在增量业务方面，根据国内矿山子公司的资源禀赋条件，开展了以五龙矿业为主的“建大矿、上规模”项目，加大投资力度，对采矿工程进行技术改造并将五龙矿业的选厂规模由现有的 1200t/d 改扩建至 3000t/d，该改扩建项目预计 2022 年完成，达产之后，将给公司每年贡献 3 吨黄金产量。

五龙矿业矿区隶属于辽宁省丹东市振安区，位于丹东市西北 15km，与丹（东）长（甸）公路相通，运输距离 29km，交通十分便利。五龙矿业是国内历史较长的成熟矿山，矿区位于辽东-吉南金多金属成矿带西南部，是被列入国家重点项目“辽东-通化金超大型成矿带”课题中的重点研究矿山。五龙矿业是丹东最大的黄金矿，地方政府扶持矿山企业规模化发展，“五龙三年发展战略规划项目”在 2019 年被列为丹东市经济工作重点项目。

4 非公开发行预案修订彰显核心管理人员的信心和决心

近日，公司重新修订非公开发行股票预案，发行价格为 6.19 元/股，本次非公开发行股

票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），未超过本次发行前上市公司总股本 1,663,911,378 股的 30%。

本次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。

本次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。

本次核心管理层参与非公开发行业股票的认购，有利于提升公司治理水平，进一步完善公司与核心管理层的利益共享机制，增强核心管理层归属感，使核心管理层的利益与公司的发展更紧密地结合。同时也是核心管理层对公司未来发展的信心。

延长锁定期后，招金矿业（实际控制人是山东省招远市人民政府）和巨能资本（实际控制人是山东省国资委）撤出认购，逗号投资（合伙人以自有资金或自筹资金设立）缩减认购量。

表 6：发行对象拟认购金额及股份数量

序号	发行对象	修订前		修订后		变化	发行对象介绍
		拟认购金额 (万元)	拟认购数量 (股)	拟认购金额 (万元)	拟认购数量 (股)		
1	王建华	2,400.00	3,877,221	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	2,400.00	3,877,221	→	
3	高波	2,400.00	3,877,221	2,400.00	3,877,221	→	
4	傅学生	2,400.00	3,877,221	2,400.00	3,877,221	→	
5	赵强	2,400.00	3,877,221	2,400.00	3,877,221	→	
6	李金千	2,400.00	3,877,221	2,400.00	3,877,221	→	
7	周新兵	2,400.00	3,877,221	2,400.00	3,877,221	→	
8	武增祥	2,400.00	3,877,221	2,400.00	3,877,221	→	
9	梁建平	2,400.00	3,877,221	2,400.00	3,877,221	→	
10	王晋定	5,000.00	8,077,544	5,000.00	8,077,544	→	
11	前海开源	58,430.00	94,394,184	58,430.00	94,394,184	→	公司离任不足 12 个月的董事和高管
12	工银瑞信	49,970.00	80,726,978	39,700.00	64,135,702	→	
13	青岛天诚	15,000.00	24,232,633	15,000.00	24,232,633	→	
14	逗号投资	15,000.00	24,232,633	8,700.00	14,054,927	↓	
15	巨能资本	10,000.00	16,155,088			↓	
16	招金矿业	5,000.00	8,077,544			↓	
	合计	180,000.00	290,791,593	148,430.00	239,789,979		

资料来源：公司公告、招商证券

5 盈利预测和估值

5.1 金矿品位较高，单吨盈利能力较强

表 7：主要黄金标的单吨矿产金净利润

公司名	2019 年矿产金产量 (吨)	2019 年净利润 (归母+少数股东损益) (亿元)	净利润/产量	矿产金毛利率
湖南黄金	4.9	1.6	0.32	
山东黄金	40.1	14.2	0.35	
中金黄金	24.7	6.9	0.28	
赤峰黄金	2.1	2.1	1.01	57.8%
银泰黄金	5.8	9.6	1.64	68.3%

资料来源：公司公告、招商证券

公司所属境内黄金矿山的矿石品位高，属于国内当前少有的高品位富矿床。因此，相比同类黄金矿山企业，公司黄金生产的单位成本较低，毛利率较高。

粗略按照净利润/矿产金产量对比，赤峰黄金的单位矿产金的利润仅次于银泰黄金。2019 年青海大柴旦、黑河银泰、吉林板庙子分别入选品位达到 3.94、15.27、2.8g/吨。赤峰黄金国内三个金矿平均品位 7.7g/吨，2019 年入选品位我们测算在 5-6g/吨。小而美的金矿支持公司矿产金毛利率高达 57.8%，仅次于银泰黄金，行业领先。紫金矿业 2019 年矿产金的毛利率 41.8%。

表 8：截止 2019 年底银泰黄金黄金矿保有资源量

矿区	股权比例	保有资源量矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	金品位
青海大柴旦-采矿权	90%	625	29	4.62
青海大柴旦-探矿权	90%	616	24	3.85
黑河银泰东安金矿	100%	195	17	8.93
吉林板庙子金英金矿	95%	684	29	4.26

资料来源：银泰黄金 2019 年年报、招商证券

表 9：截止 2019 年底山东黄金矿产资源量及矿产储量

金矿	资源量 (百万吨)	品位 (克/吨)	黄金金属 (千盎司)	黄金金属 (千盎司)	储量 (百万吨)	品位 (克/吨)	黄金金属 (千盎司)	黄金金属 (千盎司)
三山岛金矿	66.8	3.03	6510	6205	22.9	2.88	2122	2023
焦家金矿	34.5	2.81	3112	2966	7.7	3.1	768	732
新城金矿	76.6	3.11	7654	7654	25.4	3.13	2559	2559
玲珑金矿	56	2.8	5035	3755	8.6	2.52	697	520
归来庄金矿	2.4	4.1	316	223	0.4	7	90	63
金洲金矿	2.6	2.87	240	149	1.1	2.74	97	59
青岛金矿	8.1	4.87	1269	940	4.4	3.8	538	426
蓬莱金矿	2.1	7.12	481	481	1.3	5.24	219	219
沂南金矿	18.6	1.09	652	652	0.1	2.18	7	7
山东省	267.7		25270	23025	71.8		7097	6607
赤峰柴金矿	1.5	4.85	234	172	1.1	5	177	130
福建源鑫金矿	1	4.35	140	127	0.7	3.55	80	73
西和中宝金矿	14.1	2.27	1031	721	5.9	2.29	434	304
其他省份	16.6		1,405	1,020	7.8		692	507
中国小计	284.3		26675	24045	79.6		7789	7114
贝拉德罗矿	216	0.63	8750	4375	120.4	0.73	5630	2815

总计	500.3	35425	28420	200	13419	9929
----	-------	-------	-------	-----	-------	------

资料来源：山东黄金 2019 年年报、招商证券

山东黄金 2019 年入选品位原矿品位 1.53g/t。

表 10：中金黄金自有矿山基本情况

矿山名称	主要品种	可采储量	品位	年产量	资源剩余可开
中国黄金集团	金	7,478.01 千克	8.72 克/吨	886.43 千克	6.5 年
辽宁排山楼黄	金	25,829 千克	1.80 克/吨	3,080.15 千克	15 年
辽宁二道沟黄	金	5,568 千克	8.88 克/吨	848.62 千克	5 年
苏尼特金曦黄	金	19,881 千克	4.2 克/吨	1,154.04 千克	12 年
内蒙古包头鑫	金	26,366 千克	2.42 克/吨	2,162.21 千克	9 年
河北峪耳崖黄	金	16,174 千克	3.21 克/吨	739.87 千克	13 年
河北金厂峪矿	金	18,219.47 千克	2.91 克/吨	1,130.79 千克	12 年
河北东梁黄金	金	4,909 千克	1.31 克/吨	512.95 千克	7 年
山东烟台鑫泰	金	15,125.05 千克	3.66 克/吨	801.22 千克	14 年
河南金源黄金	金	30,314.52 千克	1.92 克/吨	1,396.89 千克	16 年
嵩县金牛有限	金	22,817.60 千克	1.88 克/吨	1,605 千克	11 年
嵩县前河矿业	金	3,516.54 千克	3.05 克/吨	510.78 千克	6 年
河南秦岭黄金	金	5,749.19 千克	3.74 克/吨	428.36 千克	8 年
河南金渠黄金	金	3,443.45 千克	5.56 克/吨	201.22 千克	10 年
陕西太白黄金	金	19,159.62 千克	1.68 克/吨	1,130.35 千克	16 年
潼关中金黄金	金	1,571.80 千克	9.17 克/吨	574.88 千克	3 年
陕西鑫元科工	金	9,582.32 千克	20.70 克/吨	652.28 千克	11 年
甘肃省天水李	金	3,702.94 千克	6.10 克/吨	845.35 千克	4 年
湖北三鑫金铜	金	40,148.64 千克	2.06 克/吨	1,551.01 千克	19 年
股份有限公司	铜	361,775.13 吨	1.86%	14,900.52 吨	
湖北鸡笼山黄	金	1,153.6 千克	1.10 克/吨	177.31 千克	5 年
金矿业有限公	铜	8,098 吨	0.74%	1,892.18 吨	
中国黄金集团	金	32,287.64	3.34 克/吨	1,611.06 千克	18 年
托里县金福黄	金	3,712.46 千克	2.99 克/吨	86.21 千克	
凌源日兴矿业	金	8,180.36 千克	3.48 克/吨	588.08 千克	11 年
安徽太平矿业	铁	2,775 万吨	46.70%	13,2152.76 吨	31 年
有限公司	金	8,400.57 千克	0.84 克/吨	71.47 千克	
	铜	33,160 吨	0.63%	331.36 吨	
广西凤山天承	金	13,862.75 千克	4.82 克/吨		
陕西久盛矿业	金	42,445.80 千克	4.99 克/吨		
四川通用投资	金	9,646 千克	3.95 克/吨		
黑龙江乌拉嘎	金	5,923 千克	4.76 克/吨	602.11 千克	
中国黄金集团	金	9,137.05 千克	4.00 克/吨	606.95 千克	14 年
中国黄金集团	金	2,268.27 千克	2.21 克/吨	337.3 千克	
新疆金滩矿业	铜	10,392.24 吨	1.01%	399.79 吨	
吉木乃金源矿	金	453 千克	4.42 克/吨		
陕西略阳铍厂	金	6,446 千克	5.46 克/吨	105.62 千克	8 年
甘肃中金黄金	金	8,490 千克	2.70 克/吨	289.9 千克	10 年

资料来源：中金黄金 2019 年年报、招商证券

湖南黄金，截至 2019 年底，公司保有资源储量矿石量 6,596.6 万吨，金属量：金 140,910 千克，锑 257,467 吨，钨 109,016 吨。推算金平均品位 2.14g/吨。

5.2 狼性管理团队打开未来外延并购的想象空间

王建华董事长给公司带来了新的气象以及全球性顶尖矿业公司的管理理念，以他在山东黄金和紫金矿业的战绩和风格上来看，公司未来的并购和扩张上有望加速加码。随着国内外金矿的扩建投产，公司未来三年现金流也将为未来并购开拓提供良性资金基础。

5.3 高增长稀缺贵金属标的

公司 2018 年底并购的老挝 Sepon 矿今年开始贡献产量，目前规划产能满产可以贡献 11 吨黄金产量。五龙矿业扩建投产之后，国内黄金矿产量将提升至 5 吨。这支撑公司在未来三年矿产金高增速无忧。在本次非公开发行，公司核心管理层也做出了积极的产量承诺。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。

如此测算下来，公司在未来三年矿产产量年复合增速 98%，行业内稀缺的高增速。

表 11: 主要黄金标的矿产金产量和估值对比 (吨、亿元)

公司名	2019 产量	2020E 产量	2021E 产量	2022E 产量	年复合增速	金资源量	市值	资源量/市值	2020 产量/市值	2020 E/PE	2021E/PE
湖南黄金	4.9	5.0	5.1	5.2	2%	141	95	1.5	5.2	41	30
山东黄金	40.1	42.0	43.0	44.5	3%	884	1,135	0.9	3.7	47	39
中金黄金	24.7	24.0	24.0	24.0	-1%	512	424	1.2	5.7	47	42
赤峰黄金	2.1	4.5	10.0	16.0	98%	156	198	0.5	2.3	46	23
银泰黄金	5.8	8.3	9.1	9.1	16%	99	311	0.3	2.7	25	22
紫金矿业	40.8	40.8	46.0	52.0	8%	2,130	1,117	1.9	3.7	26	18
恒邦股份	1.8	1.8	1.8	2.5	12%	112	124	0.9	1.4	24	20

资料来源：公司公告、Wind、招商证券

5.4 盈利预测：

盈利预测假设条件：

- 2020-2022 年矿产金产量按照公司最新计划产量；
- 未考虑非矿资产剥离，非矿产业产量未来三年均持平于 2019 年；
- 未考虑非公开发行；
- 假设 2020-2022 年金铜等金属价格持平于 2020 年初至报告日均价，具体见下表；
- 2020 年测算主要参考公司 2020-05-13 公告《赤峰黄金:2019 年年度股东大会会议资料》中《2020 年度财务预算报告》。

表 12: 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)

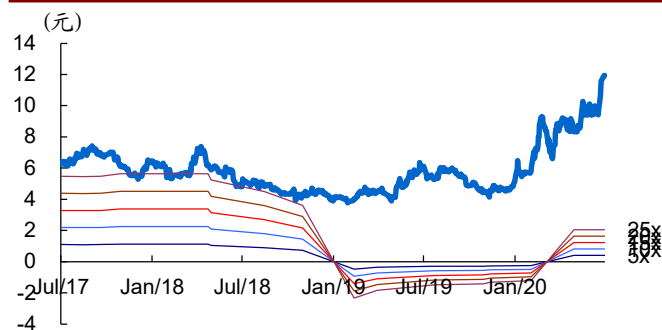
市场价格	2018	2019	2020E	2021E	2022E
金	271	312	369	369	369

市场价格	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电解铜	43,636	42,267	39,413	39,413	39,413
电解铅	16,462	14,745	12,773	12,773	12,773
电解锌	20,610	18,363	15,188	15,188	15,188

资料来源: wind、招商证券

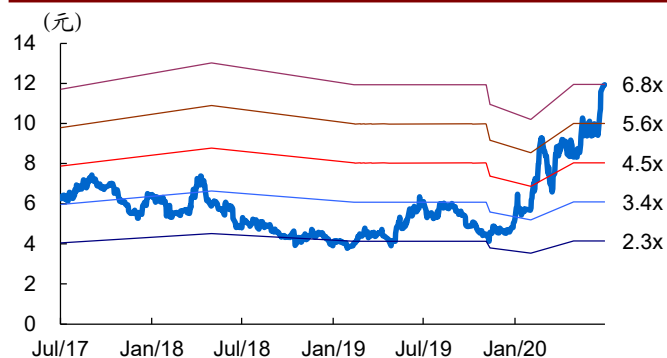
维持“强烈推荐-A”投资评级。老挝 Sepon 矿迎来矿产金投产收获季,配合国内“建大矿、上规模”的方针,五龙等国内金矿技改项目陆续推进,未来三年公司矿产金产量将迎来高增长,三年复合增速 98%,行业内稀缺的高增速。预计 2020 年归母净利 4 亿,50 倍 PE,基本持平于行业龙头山东黄金,不过产量和盈利高速增长下 2021/2022 年 PE 下降到 22/13 倍,贵金属板块估值底部水平。公司确定了“聚焦黄金矿业”的发展方向 and 经营宗旨,计划剥离资源综合回收利用资产,进一步改善现金流,同时公司也将成为更纯的黄金采选公司。

图 13: 赤峰黄金历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 14: 赤峰黄金历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

6 风险提示

➤ 黄金价格以及铜、铅锌价格波动风险

公司的主要产品黄金、白银、电解铜等属于贵金属和大宗有色金属商品。公司的盈利与贵金属和大宗有色金属商品价格密切相关,公司在经营过程中会面临商品价格波动带来的风险。

➤ 安全生产和环保风险

公司境内矿山子公司的采矿方式为地下开采,境外矿山子公司的开采方式为露天开采,开采工序涉及到爆破,存在一定的危险性。此外,公司在采矿工序中需要使用爆破品,在选矿工序中需要使用剧毒化学品氰化钠,在冶炼工序中需要使用腐蚀性化学品王水等,同时由于公司采矿涉及多项风险,包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等,这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。

公司在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物,如废石、废渣的排放。矿产资源的开采,不仅会产生粉尘及固体废物污染,还可能导致地貌变化、植被破坏、水土流失等现象的发生,进而影响到生态环境的平衡。上述事项的发生可能对公司的业务前景、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。

➤ 采矿权延续风险

公司个别矿权今年年底到期，如果不能如期延续，则会影响矿山正常生产，进而影响公司盈利。

➤ 新扩建投产不及预期风险

万象 Sepon 金铜矿以及境内五龙等多个矿在新扩建，项目投产不及预期，则会导致公司产量不达预期。

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	3774	4802	6411
现金	218	531	900	1992	2980
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	128	140	183
其它应收款	208	285	298	327	427
存货	2043	2207	2257	2150	2582
其他	151	186	192	193	240
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	7973	8800	10242
流动负债	1123	1535	1199	1175	1273
短期借款	159	385	385	385	385
应付账款	335	467	479	456	548
预收账款	24	34	35	33	40
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	4174	4150	4248
股本	1426	1555	1664	1664	1664
资本公积金	219	232	232	232	232
留存收益	874	1156	1551	2358	3625
少数股东权益	307	332	351	396	472
归属于母公司所有者权益	2520	2943	3448	4254	5521
负债及权益合计	7748	7785	7973	8800	10242

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	387	433	1226	1841	1950
净利润	(133)	188	396	925	1545
折旧摊销	292	1082	700	662	631
财务费用	95	185	179	192	245
投资收益	10	10	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	109	(1011)	(43)	39	(531)
其它	14	(21)	17	46	83
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	(419)	(311)	(523)
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	(119)	(278)
其他	2835	(1019)	(179)	(192)	(245)
现金净增加额	101	198	368	1092	988

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	6358	6972	9097
营业成本	1733	4848	4975	4739	5691
营业税金及附加	36	167	152	166	217
营业费用	3	46	48	53	69
管理费用	193	342	347	380	496
研发费用	48	73	85	93	121
财务费用	79	227	179	192	245
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	584	1361	2270
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	584	1361	2270
所得税	21	93	169	391	650
少数股东损益	19	21	19	45	75
归属于母公司净利润	(133)	188	396	925	1545

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	-17%	182%	5%	10%	30%
营业利润	-128%	-502%	56%	133%	67%
净利润	-148%	-241%	111%	134%	67%
获利能力					
毛利率	19.5%	20.1%	21.8%	32.0%	37.4%
净利率	-6.2%	3.1%	6.2%	13.3%	17.0%
ROE	-5.3%	6.4%	11.5%	21.7%	28.0%
ROIC	-0.6%	10.4%	12.9%	21.9%	28.0%
偿债能力					
资产负债率	63.5%	57.9%	52.4%	47.2%	41.5%
净负债比率	3.3%	9.9%	5.3%	4.8%	4.1%
流动比率	2.5	2.2	3.1	4.1	5.0
速动比率	0.6	0.7	1.3	2.3	3.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.8	0.8	0.8	0.9
存货周转率	1.0	2.3	2.2	2.2	2.4
应收帐款周转率	19.8	43.5	47.6	52.1	56.3
应付帐款周转率	6.9	12.1	10.5	10.1	11.3
每股资料 (元)					
EPS	-0.09	0.12	0.24	0.56	0.93
每股经营现金	0.27	0.28	0.74	1.11	1.17
每股净资产	1.77	1.89	2.07	2.56	3.32
每股股利	0.00	0.00	0.07	0.17	0.28
估值比率					
PE	-128.0	98.8	50.2	21.5	12.9
PB	6.8	6.3	5.8	4.7	3.6
EV/EBITDA	151.1	19.0	15.8	10.4	7.3

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。