

强烈推荐-A (维持)

赤峰黄金 600988.SH

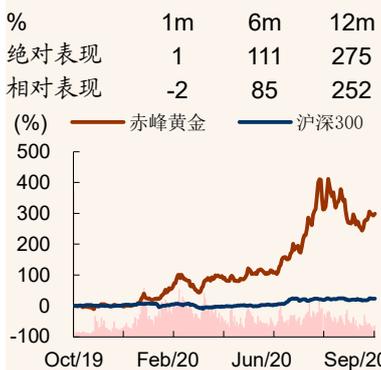
当前股价: 18.43 元  
 2020年10月19日

前三季度净利增两倍 量价齐增红利正在兑现

基础数据

上证综指	3336
总股本(万股)	166391
已上市流通股(万股)	142638
总市值(亿元)	307
流通市值(亿元)	263
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	13.5
资产负债率	49.0%
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)一终止定增 员工持股计划更显高管信心》2020-09-28
- 2、《赤峰黄金(600988)一H1 净利超去年全年 H2 增幅有望进一步扩大》2020-07-31
- 3、《赤峰黄金(600988)一黄金稀缺高增长标的》2020-07-01

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, 2020 年前三季度, 公司实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润 34.86、5.1、5 亿元, 分别同比下降 22%、增 197%、增 270%。三季度净利润 2.85 亿元, 同比环比分别增 1046%、33%。

□ 受益矿产金产量大幅增加和金价大涨贡献, 扣非归母净利润增近三倍: 今年前三季度黄金均价 385 元/克, 同比涨 81 元/克, 涨幅 26.5%。三季度黄金均价 384 元/克, 同比环比分别涨 23%、8%。

老挝 Sepon 矿 5 月氧化矿处理系统投产运行, 比计划投产时间提前 3 个月, 6 月已产出黄金, 原生金矿处理系统 8 月底建成投产。原生金矿系统达产后, 塞班金矿的金处理能力提升至 300 万吨矿石量/年, 初步预计 2020 年可实现黄金产量 2 吨以上, 是完成公司 2020-2022 黄金产量承诺 4.5 吨、10 吨、16 吨的主力军。

此外, Q3 财务费用-0.87 亿元, 前三季度合计-0.07 亿元, 去年 Q3 和前三季度合计分别 0.38 亿元、1.5 亿元。今年 Q3 财务费用录得负值, 主因有息负债下降使得利息支出减少及人民币对美元升值使美元借款产生浮动汇兑收益。

□ 营业收入下降, 主因全资子公司雄风环保 2020 年 7 月 29 日之后不再并表: 2020 年 7 月 29 日, 公司与赵美光、北京瀚丰联合科技有限公司签署出售协议, 自此, 公司合并口径将雄风环保资产、负债转入持有待售资产或负债核算, 同时不再合并其损益。

□ 维持“强烈推荐-A”。不考虑雄风环保剥离, Q4 金价按照 404 元/g 算, 预计 2020 年归母净利 8.7 亿元, 35 倍 PE。2021/2022PE 下降到 25/15 倍, 贵金属板块估值底部水平。公司未来黄金资源增储潜力较大, 且随着产量增长, 2022 年矿产金产量/市值黄金板块中最高, 因此同样具有较高价格弹性。近期, 公司终止定增, 并提出实施员工持股计划, 对象包括 8 位核心高管在内的 98 位核心人员, 二级市场购买等方式购买持股比例不超过 5%, 更加彰显管理层对公司未来发展的信心。

□ 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大幅下跌风险, 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	4512	4577	6801
同比增长	-17%	182%	-26%	1%	49%
营业利润(百万元)	(93)	374	1153	1605	2672
同比增长	-128%	-502%	208%	39%	66%
净利润(百万元)	(133)	188	867	1207	2011
同比增长	-148%	-241%	361%	39%	67%
每股收益(元)	-0.09	0.12	0.52	0.73	1.21
PE	-197.6	152.4	35.4	25.4	15.2
PB	10.4	9.7	7.8	6.3	4.7

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

9月公司公告，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: 公司季度利润表 (百万元)

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
一、营业总收入	1468	1183	1691	1726	1220	1426	840
二、营业总成本	1439	1071	1579	1645	1109	1221	499
其中: 营业成本	1263	723	1337	1525	918	980	445
营业税金及附加	36	43	40	48	49	36	25
营业费用	8	9	7	22	8	9	5
管理费用	48	241	131	-78	102	126	104
研发费用	28	3	18	25	4	34	7
财务费用	53	59	38	85	29	51	-87
资产减值损失	2	0	-5	-21	-5	17	0
三、其他经营收益	44	-37	-57	90	-18	39	2
其它收益	1	5	8	17	6	7	1
公允价值变动收益	15	-5	0	0	2	-9	1
投资收益	-11	0	0	0	0	7	0
四、营业利润	73	75	55	171	93	244	343
加: 营业外收入	5	-5	0	0	0	0	0
减: 营业外支出	0	6	0	66	1	1	2
五、利润总额	78	64	55	105	92	243	341
减: 所得税	15	3	12	63	73	25	47
六、净利润	63	61	43	43	19	218	295
减: 少数股东损益	3	10	18	-10	11	4	10
七、归属母公司所有者净利润	60	51	25	52	9	213	285
毛利率	14.0%	38.9%	20.9%	11.7%	24.8%	31.3%	47.0%
主营税金率	2.5%	3.6%	2.4%	2.8%	4.0%	2.6%	3.0%
营业费率	0.6%	0.7%	0.4%	1.3%	0.7%	0.6%	0.6%
管理费	3.2%	20.4%	7.7%	-4.5%	8.3%	8.8%	12.4%
营业利润率	5.0%	6.3%	3.3%	9.9%	7.6%	17.1%	40.9%
实际税率	19.6%	4.6%	21.7%	59.5%	79.2%	10.3%	13.7%
净利率	4.1%	4.3%	1.5%	3.0%	0.7%	15.0%	33.9%
yoy							
收入增长率					-16.9%	20.6%	-10.0%
营业利润增长率					26.1%	226.7%	524.6%
净利润增长率					-85.6%	315.4%	1046.0%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 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 5: 不同金价对应归母净利润 (元/克, 百万元)

	金价	净利润-2021E	净利润-2022E
年初至报告日均价	386	1207	2011
报告日均价	403	1322	2199
上半年均价	446	1605	2660

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 盈利预测中市场价格假设 (铜铅锌价格为不含税价格, 单位元/吨, 金价格单位元/g)

市场价格	2018	2019	2020E	2021E	2022E
金	271	312	389	385	385
电解铜	43,636	42,267	42,501	41,738	41,738
电解铅	16,462	14,745	13,155	13,155	13,155
电解锌	20,610	18,363	16,029	16,029	16,029

资料来源: wind、招商证券

2020 年 4 季度金和电解铜价格取 2020 年 10 月 1 日至报告日均价, 电解铅和电解锌价格取年初至报告日均价。2021 和 2022 年四金属价格均取年初至报告日均价。

表 7: 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	105	2.7	39	141	1.3	5.0	4.7
山东黄金	1,129	26.8	42	884	0.8	42.0	3.7
中金黄金	489	10.3	47	512	1.0	24.4	5.0
赤峰黄金	307	8.7	35	156	0.5	4.5	1.5
银泰黄金	292	13.5	22	99	0.3	8.3	2.8
紫金矿业	1,672	53.1	31	2,284	1.4	40.8	2.4
恒邦股份	139	4.4	32	112	0.8	1.794	1.3

资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

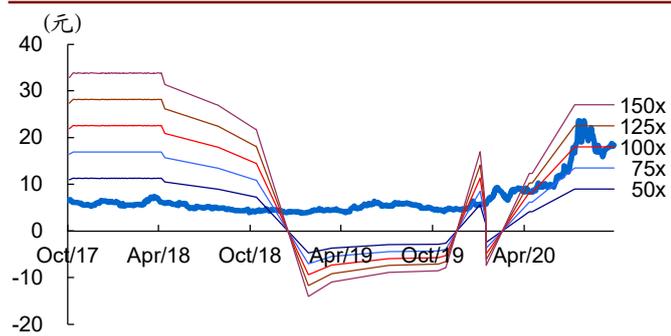
备注: 除赤峰黄金, 其他公司 2020E 净利润为 wind 一致预期。

表 8: 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	25	4.80	4.90
山东黄金	42.0	43.0	44.5	3%	35.12	32	3.81	3.94
中金黄金	24.0	24.0	24.0	-1%	15.09	32	4.91	4.91
赤峰黄金	4.5	10.0	16.0	98%	12.07	25	3.26	5.22
银泰黄金	8.3	9.1	9.1	16%	16.54	18	3.11	3.11
紫金矿业	40.8	49.6	60.0	145%	76.70	22	2.97	3.59
恒邦股份	1.8	1.8	2.5	12%	5.83	24	1.29	1.79

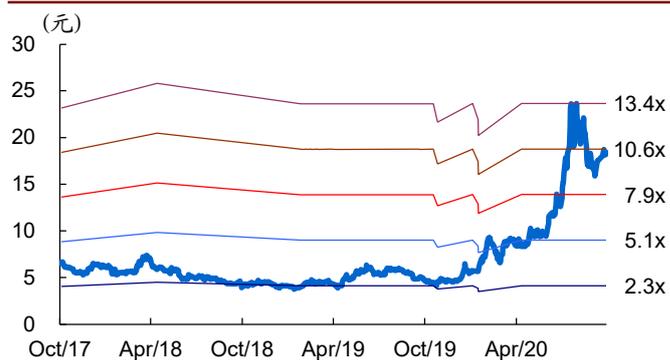
资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

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
<b>流动资产</b>	2760	3348	4031	5187	7197
现金	218	531	2398	3779	5179
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	91	92	137
其它应收款	208	285	212	215	319
存货	2043	2207	1216	997	1411
其他	151	186	116	105	152
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>7748</b>	<b>7785</b>	<b>8230</b>	<b>9186</b>	<b>11028</b>
<b>流动负债</b>	1123	1535	962	912	1007
短期借款	159	385	385	385	385
应付账款	335	467	258	212	300
预收账款	24	34	19	15	22
其他	605	649	300	300	300
<b>长期负债</b>	3799	2975	2975	2975	2975
长期借款	69	38	38	38	38
其他	3730	2937	2937	2937	2937
<b>负债合计</b>	<b>4922</b>	<b>4510</b>	<b>3937</b>	<b>3887</b>	<b>3982</b>
股本	1426	1555	1664	1664	1664
资本公积金	219	232	232	232	232
留存收益	874	1156	2022	2969	4618
少数股东权益	307	332	374	433	531
归属于母公司所有者权益	2520	2943	3919	4866	6515
<b>负债及权益合计</b>	<b>7748</b>	<b>7785</b>	<b>8230</b>	<b>9186</b>	<b>11028</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	387	433	2637	2258	2430
净利润	(133)	188	867	1207	2011
折旧摊销	292	1082	700	662	631
财务费用	95	185	92	179	230
投资收益	10	10	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	109	(1011)	970	176	(524)
其它	14	(21)	31	58	106
<b>投资活动现金流</b>	(1007)	(389)	(438)	(438)	(438)
资本支出	(221)	(443)	(462)	(462)	(462)
其他投资	(787)	55	23	23	23
<b>筹资活动现金流</b>	721	154	(332)	(439)	(592)
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	(260)	(362)
其他	2835	(1019)	(92)	(179)	(230)
<b>现金净增加额</b>	<b>101</b>	<b>198</b>	<b>1866</b>	<b>1381</b>	<b>1400</b>

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
<b>营业收入</b>	2153	6068	4512	4577	6801
营业成本	1733	4848	2680	2198	3110
营业税金及附加	36	167	108	109	162
营业费用	3	46	30	30	45
管理费用	193	342	402	407	503
研发费用	48	73	60	61	90
财务费用	79	227	92	179	230
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)
<b>营业利润</b>	(93)	374	1153	1605	2672
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	2	72	0	0	0
<b>利润总额</b>	(92)	302	1153	1605	2673
所得税	21	93	244	339	563
少数股东损益	19	21	42	59	98
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(133)</b>	<b>188</b>	<b>867</b>	<b>1207</b>	<b>2011</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-17%	182%	-26%	1%	49%
营业利润	-128%	-502%	208%	39%	66%
净利润	-148%	-241%	361%	39%	67%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.5%	20.1%	40.6%	52.0%	54.3%
净利率	-6.2%	3.1%	19.2%	26.4%	29.6%
ROE	-5.3%	6.4%	22.1%	24.8%	30.9%
ROIC	-0.6%	10.4%	20.9%	24.6%	30.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.5%	57.9%	47.8%	42.3%	36.1%
净负债比率	3.3%	9.9%	5.1%	4.6%	3.8%
流动比率	2.5	2.2	4.2	5.7	7.1
速动比率	0.6	0.7	2.9	4.6	5.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.8	0.5	0.5	0.6
存货周转率	1.0	2.3	1.6	2.0	2.6
应收帐款周转率	19.8	43.5	39.2	50.1	59.5
应付帐款周转率	6.9	12.1	7.4	9.4	12.2
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	-0.09	0.12	0.52	0.73	1.21
每股经营现金	0.27	0.28	1.58	1.36	1.46
每股净资产	1.77	1.89	2.36	2.92	3.92
每股股利	0.00	0.00	0.16	0.22	0.36
<b>估值比率</b>					
PE	-197.6	152.4	35.4	25.4	15.2
PB	10.4	9.7	7.8	6.3	4.7
EV/EBITDA	210.9	26.5	16.6	13.2	9.1

## 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。