

中信证券研究部



敖翀
首席周期产业
分析师
S1010515020001



李超
首席有色钢铁
分析师
S1010520010001



联系人：商力

核心观点

受益于海外 Sepon 矿转产黄金和国内五龙黄金的扩建，公司矿产金进入快速增长期，预计 2022 年黄金产量达到 10 吨，未来三年 CAGR 为 77%，金价上涨周期中盈利充分释放。新管理团队拥有丰富并购经验，外延扩张可期。给予公司 2020 年 34 倍 PE，对应目标价 10.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **外延并购老挝 Sepon 铜金矿，预计 2022 年公司黄金总体产量达 10 吨量级。** 2018 年 11 月收购 Sepon 铜金矿 90% 权益，公司黄金权益储量增长 52.4% 至 85.95 吨，并且经勘探后黄金品位和储量大幅增加。根据公司的开采计划，依靠自身现金流建设的金矿产能将于 2020 年下半年投产，现金成本约 100 元/克，我们预计 2022 年公司整体黄金产量达到 10 吨量级。

■ **坐拥国内高品位优质矿山，五龙黄金扩产增储助力矿产金稳定释放。** 截至 2018 年底，公司通过吉隆矿业、华泰矿业和五龙黄金三家全资子公司合计拥有黄金储量 56.41 吨，平均品位高达 8.38 克/吨，我们测算矿产金平均现金成本 140 元/克，位于行业第一象限。随着吉隆矿业技改升级和五龙黄金的采选规模逐步扩张至 100 万吨/年，预计公司国内矿产金的产量将从 2018 年的低点稳步上升。

■ **管理层顺利改组，管理能力及战略布局对标国内顶级矿企。** 2020 年 1 月，曾任山东黄金董事长和紫金矿业总裁的王建华先生成为公司新董事长，其曾主导了多次国际矿业项目的并购。随着先进经营理念和战略的引入以及大股东对公司的支持，公司未来可能继续并购黄金矿山进而增强公司的资源禀赋。

■ **回收业务和铅锌板块稳健扩张，驱动公司稳定发展。** 一方面公司通过雄风环保和广源科技两家子公司经营资源回收板块，贡献稳定利润。另一方面，公司注入大股东的铅锌铜资产瀚丰矿业，探矿权部分增储空间较大，预计选矿规模 2021 年扩大至 33 万吨/年，铅锌金属增量将增厚公司业绩。

■ **风险因素：**金矿扩建和改建不及预期，外延并购不及预期，金价格波动风险。

■ **投资建议：**随着海外金矿转产和国内金矿扩建，公司矿产金规模持续扩张。受益于优质金矿较低的现金成本，公司在金价上行期间盈利预计将充分释放。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 2.55/4.95/8.18 亿元，EPS 分别为 0.16/0.29/0.49 元，目前股价 7.03 元，对应 2019/20/21 年 PE 为 39/22/13 倍。给予公司 2020 年 34 倍 PE，对应未来一年目标价 10.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

赤峰黄金	600988
评级	买入（首次）
当前价	7.05 元
目标价	10.00 元
总股本	1,664 百万股
流通股本	1,426 百万股
52 周最高/最低价	7.05/3.9 元
近 1 月绝对涨幅	18.29%
近 6 月绝对涨幅	20.10%
近 12 月绝对涨幅	83.59%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,587	2,153	5,619	5,652	4,912
营业收入增长率	22%	-17%	161%	1%	-13%
净利润(百万元)	274	-133	255	495	818
净利润增长率	-15%	-148%	N/A	94%	65%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.19	-0.09	0.16	0.29	0.49
毛利率%	25%	20%	21%	28%	40%
净资产收益率 ROE%	9.96%	-5.28%	7.77%	11.55%	16.01%
每股净资产(元)	1.77	1.62	2.11	2.76	3.28
PE	34.1	-71.9	39.4	22.0	13.3
PB	3.7	4.0	3.1	2.3	2.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 2 月 10 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	1
相对估值法.....	1
绝对估值法.....	1
公司概况：极具增长潜力的黄金公司.....	2
黄金行业：低利率环境下，金价长周期中枢向上.....	5
基本面分析：美欧经济差逐渐缩小，美元指数料将偏弱运行.....	5
基本面分析：全球流动性宽松持续，实际利率料将承压下行.....	7
价格分析：金价料突破前高，黄金公司配置价值再起.....	9
赤峰黄金：跨越式发展的黄金公司.....	10
竞争优势一：坐拥高品位黄金矿山，黄金板块经营稳定增长.....	10
竞争优势二：外延收购 Sepon 稳固矿业，转产黄金做大黄金主业.....	14
竞争优势三：公司高层顺利改组，管理能力对标国内顶级企业.....	19
竞争优势四：金属回收业务稳健扩张，助力公司双轮驱动发展战略.....	22
竞争优势五：瀚丰矿业优质资产注入，切入铅锌矿开采新领域.....	26
风险因素.....	31
盈利预测及关键假设.....	31
关键假设.....	31
盈利预测与估值.....	32

插图目录

图 1：赤峰黄金绝对估值法和相对估值法重叠区间	2
图 2：赤峰黄金历史沿革及大事件	3
图 3：赤峰黄金股权结构及子公司	3
图 4：赤峰黄金营业收入及增速	4
图 5：赤峰黄金归母净利润及增速	4
图 6：赤峰黄金营业收入构成	4
图 7：赤峰黄金主营业务毛利率占比	4
图 8：赤峰黄金销售毛利率与销售净利率水平	5
图 9：赤峰黄金各细分产品毛利率	5
图 10：美元一揽子货币	5
图 11：美元指数与美欧 GDP 比值相关性较高	5
图 12：美国私人企业盈利与 GDP 增速的关系	6
图 13：制造业新订单指数与 GDP 增速的关系	6
图 14：欧洲经济增速底部企稳迹象明显	6
图 15：日本经济增速处于持续回暖阶段	6
图 16：美元指数在 2019 年 10 月开始重回下降通道	7
图 17：历次降息周期中美元指数和实际利率走势	7
图 18：预计 2020 年全球降息周期将会持续	8
图 19：美国通胀水平与油价的关系	9
图 20：全球政治经济不确定性与金价关系	9
图 21：2019 年至今美国实际利率走势	9
图 22：未来金价展望	10
图 23：赤峰黄金矿产金资源储量	11
图 24：赤峰黄金国内矿山近五年金原矿开采与选冶情况	12
图 25：赤峰黄金国内矿产金产量	12
图 26：主要黄金上市公司资源储量及市值储量比	13
图 27：主要黄金上市公司产量及市值产量比	14
图 28：赤峰黄金收购对 MMGL 股权结构变更	14
图 29：Sepon 铜金矿地理位置	15
图 30：收购 LXML 前后铜矿权益储量	17
图 31：收购 LXML 前后金矿权益储量	17
图 32：Sepon 矿近十年电解铜产量	18
图 33：Sepon 矿近十年黄金产量	18
图 34：Sepon 矿计划电解铜产量	18
图 35：Sepon 矿计划黄金产量	18
图 36：Sepon 矿电解铜营业成本及单位成本预测	19
图 37：Sepon 矿黄金营业成本及单位成本预测	19
图 38：赤峰黄金 2018-2025 年黄金产量预测	19
图 39：赤峰黄金管理层变动情况	20
图 40：赤峰黄金“双业务”发展战略	22
图 41：广源科技业绩情况	23
图 42：“四大件”季度处理量	23

图 43: 雄风环保营业收入及增速	23
图 44: 雄风环保净利润及增速	23
图 45: 雄风环保主要产品历史产量及未来预计	24
图 46: 雄风环保资源回收工艺流程	25
图 47: 全国废有色金属回收量及回收价值	26
图 48: 瀚丰矿业原有股权结构	27
图 49: 瀚丰矿业收购过程	27
图 50: 瀚丰矿业采矿权/探矿权示意图	28
图 51: 瀚丰矿业选矿工艺流程	29
图 52: 瀚丰矿业原矿石产量预测	30
图 53: 瀚丰矿业承诺归母净利润	31
图 54: 瀚丰矿业承诺采矿权资产净利润	31

表格目录

表 1: 可比公司估值情况	1
表 2: 绝对估值敏感性分析	2
表 3: 2019 年至今中国人民银行降息降准的操作	8
表 4: 赤峰黄金金矿储量	10
表 5: 赤峰黄金金原矿开采情况	11
表 6: 五龙黄金资源储量情况	13
表 7: 近年国内公司购买铜矿资产情况	15
表 8: Sepon 铜金矿资源量储量情况	16
表 9: Sepon 电解铜近三年产能利用及产销情况	17
表 10: 王建华先生主要履历	20
表 11: 王建华先生任内山东黄金和紫金矿业并购情况	20
表 12: 赤峰黄金资源回收利用板块	22
表 13: 公司主要产品单位成本	25
表 14: 有色金属回收行业相关政策	26
表 15: 瀚丰矿业采矿权情况	28
表 16: 瀚丰矿业探矿权情况	28
表 17: 瀚丰矿业矿石开采产能和产量	29
表 18: 瀚丰矿业主要产品产量及产销率	30
表 19: 赤峰黄金主要业务盈利预测关键假设	31
表 20: 赤峰黄金盈利预测与估值情况	32

■ 估值及投资评级

公司 2020 年目标价 10.0 元。公司主营金矿采选冶炼,以及金属综合回收和铅锌采选,其中金矿相关业务是公司的主要利润来源,在金价上升周期公司利润有望充分释放,选取 PE 作为公司估值的核心指标,结合相对估值中的 PB/ROE 和 EV/EBITDA 以及 DCF 现金流模型,得到公司**股价合理范围 9.3-10.0 元**。给予公司 2020 年 34 倍 PE, **对应未来一年目标价 10.0 元**,首次覆盖给予“买入”评级。

相对估值法

(1) PE 估值:公司主营金矿采选冶炼,以及金属综合回收和铅锌采选,其中金矿相关业务是公司的主要利润来源。我们选取金行业的可比公司。2020 年可比公司的 PE(Wind 一致预期)平均值 28.53 倍。我们给予公司 28-34 倍 PE 估值, **对应价格区间 8.2-10.0 元**。鉴于公司国内拥有优质高品位金矿,并且在海外积极外延并购拓展金矿资源,我们给予公司 34 倍 PE,对应**目标价 10.0 元**。

表 1: 可比公司估值情况

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB/ ROE	EV/ EBITDA
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
600547.SH	山东黄金	33.08	1025	0.54	0.82	1.01	61.26	40.34	32.75	39.33	15.62
000975.SZ	银泰黄金	12.11	240	0.51	0.61	0.68	23.75	19.85	17.81	19.87	10.71
002155.SZ	湖南黄金	7.62	92	0.2	0.3	0.51	38.10	25.40	14.94	32.40	11.21
平均	-	-	-	-	-	-	41.03	28.53	21.83	30.53	12.51
600988.SH	赤峰黄金	7.05	117	0.16	0.29	0.49	42.97	23.97	14.51	22.13	11.32

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2020 年 02 月 10 日收盘价 (可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期)

(2) PB/ROE 估值: 2020 年可比公司的 PB/ROE 均值为 30.53 倍。我们给予公司 28-32 倍 PB/ROE 估值, 预测赤峰黄金 2020 年 ROE 为 11.55%, 估计 PB 为 3.20-3.65 倍, **对应价格区间 8.8-10.1 元**。鉴于公司国内拥有优质高品位金矿, 并且在海外积极外延并购拓展金矿资源, 我们给予公司 32 倍 PB/ROE, 对应**目标价 10.1 元**。

(3) EV/EBITDA 估值: 2020 年可比公司的 EV/EBITDA 平均值 12.51 倍。我们给予公司 12-16 倍 EV/EBITDA 估值, 预测赤峰黄金 2020 年 EBITDA 为 11.76 亿, 得到市值范围为 140-175 亿元, **对应公司股价区间 8.4-10.5 元**。鉴于公司国内拥有优质高品位金矿, 并且在海外积极外延并购拓展金矿资源, 我们给予公司 16 倍 EV/EBITDA, 对应**目标价 10.5 元**。

绝对估值法

折现现金流 (DCF): 采用现金流为企业自由现金流。假设公司 2027 年期末之后的成长为 1.0%。对于其他参数, 假设公司 β 值为 0.65; 无风险利率为 2.5%, 假设股票风险溢价为 6.5%; 公司债务成本为 6%; 公司目标资产负债率为 50%, 公司适用的实际所得税率为 25%。计算得到公司 WACC 约为 5.6%。再根据盈利模型, 在 0.75%-1.25% 的

永续增长率下，估计公司合理价值区间在 9.3-11.2 元，按照中 5.6% 的 WACC 和 1.0% 的永续增长率条件，给与公司每股价值 10.1 元。

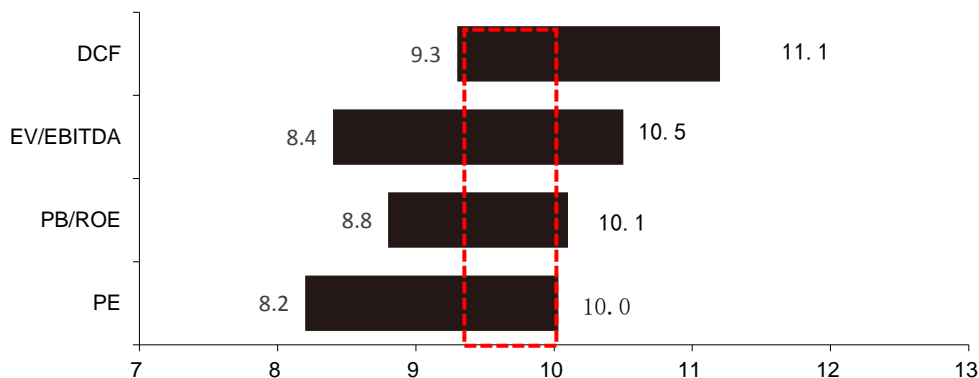
表 2：绝对估值敏感性分析

TV	WACC				
	5.11%	5.36%	5.61%	5.86%	6.11%
0.50%	10.42	9.88	9.39	8.95	8.55
0.75%	10.85	10.26	9.73	9.26	8.82
1.00%	11.34	10.69	10.11	9.59	9.12
1.25%	11.89	11.17	10.53	9.97	9.45
1.50%	12.52	11.72	11.01	10.38	9.82

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

对比绝对估值法和相对估值法，各类方法的估值区间重叠区间较大，根据重叠区间，公司目标股价合理区间在 9.3-10.0 元，考虑到公司金矿资源产量持续上升带来的盈利能力提升，给予区间高点 10.0 元作为目标价。

图 1：赤峰黄金绝对估值法和相对估值法重叠区间

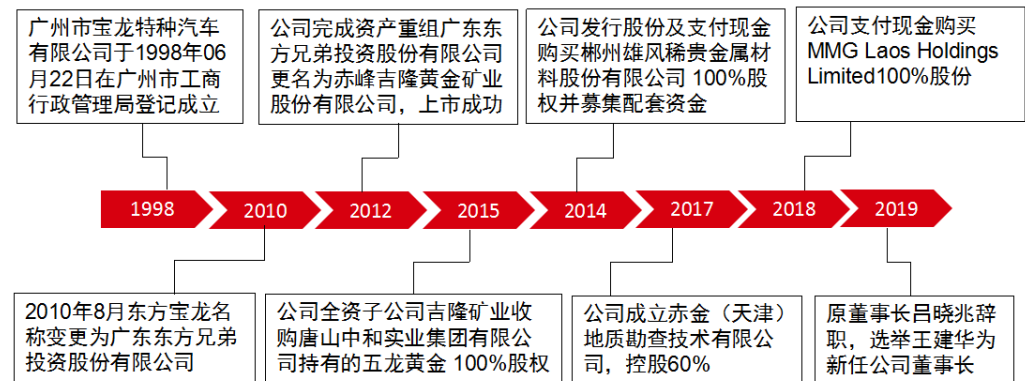


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

公司概况：极具增长潜力的黄金公司

历史沿革：赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司 2012 年借壳 ST 宝龙成功上市，并向赵美光等八位自然人定向发行股份购买其合计持有的吉隆矿业 100% 股权，主营业务由专用车辆销售变更为黄金勘探、采矿、选矿和冶炼，2015 年通过收购五龙黄金形成了国内“三矿”的格局。近年来，公司在“双轮驱动”的战略指导下，大力建设资源综合回收业务，2014 年全资收购雄风环保开展有色金属资源综合回收利用业务，2015 年收购广源科技 55% 股权从事废弃电器电子产品处理业务。为进一步完善黄金产业体系，公司于 2017 年成立赤金（天津）地质勘查技术有限公司，为公司黄金矿山提供地质勘探和探矿等技术支持。公司近年通过并购主动拓展业务范围，于 2018 年完成对 MMG Laos Holdings Limited 100% 股份的收购，并获得了老挝 Sepon 铜金矿的运营权，重新将业务发展集中于矿山业务。2019 年，王建华先生成为新任公司董事长，有望为公司发展注入新的动力。

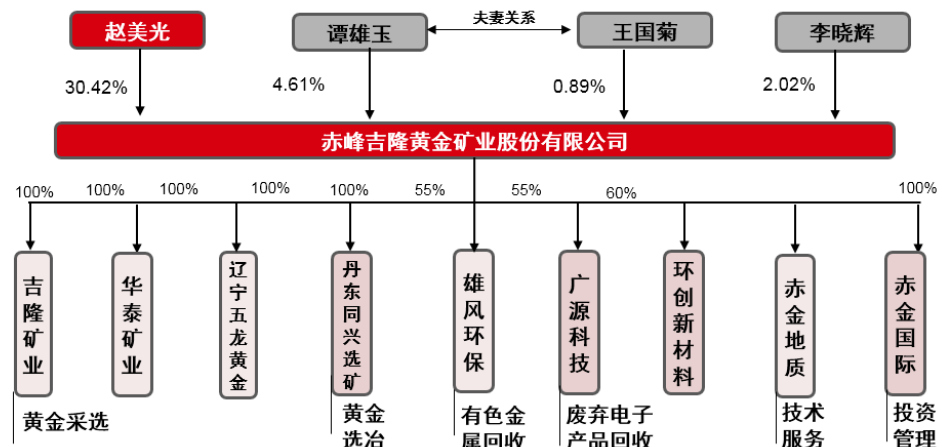
图 2：赤峰黄金历史沿革及大事件



资料来源：公司公告，中信证券研究部

股权结构：公司控股股东为自然人赵美光，同时也为实际控制人，持股比例为 30.27%。公司主营业务为有色金属采选及资源综合回收利用业务，其中所属于子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙黄金等均为探矿、采矿、选矿一体化的黄金矿山企业。另有雄风环保和广源科技同属资源综合回收利用行业。

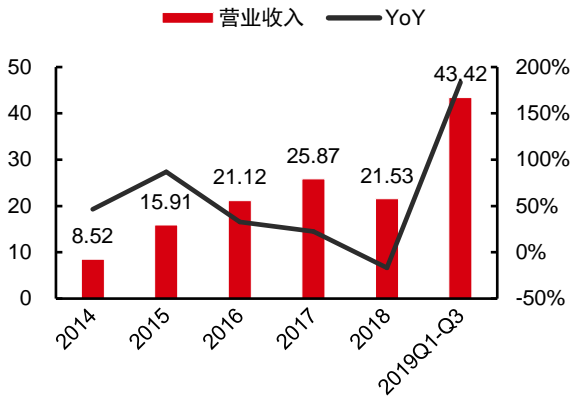
图 3：赤峰黄金股权结构及子公司



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：按公司发行股份购买资产后的股权结构

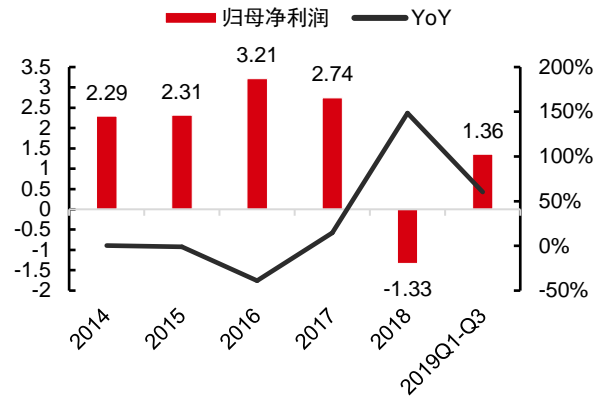
营业收入与净利润：2019 年 Q1-3 实现营业收入 43.42 亿元，同比增长 183.50%，实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长 60.26%；2018 年实现营业收入 21.53 亿元，同比降低 16.77%，实现归母净利润-1.33 亿元，同比降低 148.49%。

图 4：赤峰黄金营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

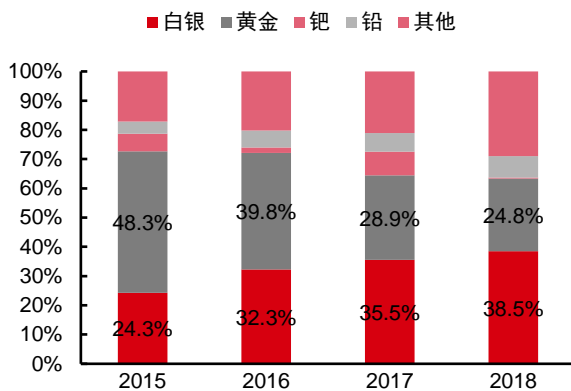
图 5：赤峰黄金归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

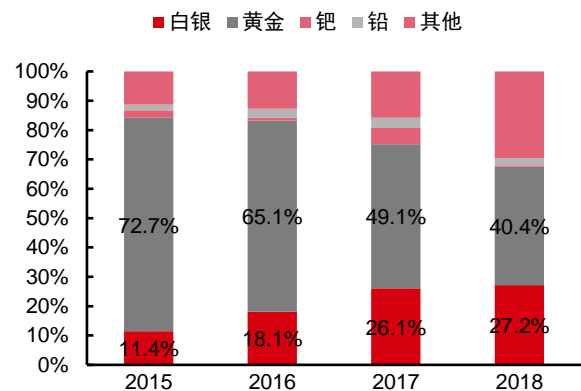
白银与黄金为公司的核心营收和利润来源，公司毛利率和净利率有所下降。在营业收入上白银与黄金占比稳定在 60%以上，白银与黄金的毛利润占比保持在 65%以上。公司毛利率和净利率分别从 2014 年高点的 25.79%/57.96%下降至 2019 年 Q3 的 2.54%/20.90%。

图 6：赤峰黄金营业收入构成



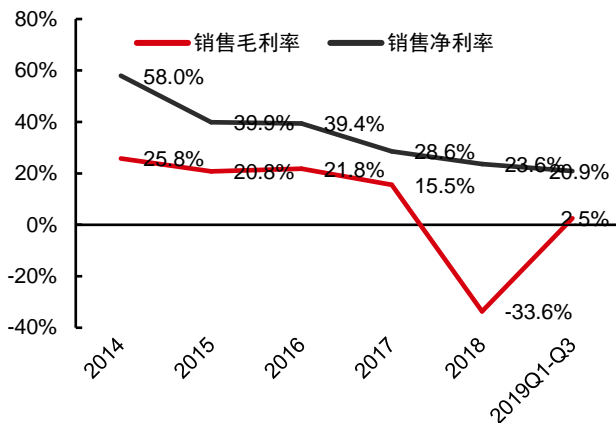
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：赤峰黄金主营业务毛利润占比



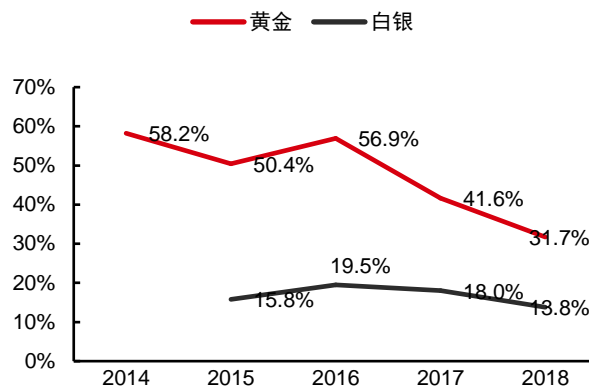
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：赤峰黄金销售毛利率与销售净利率水平



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 9：赤峰黄金各细分产品毛利率



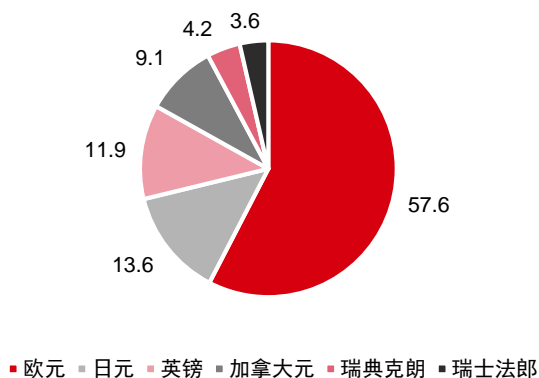
资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 黄金行业：低利率环境下，金价长周期中枢向上

基本面分析：美欧经济差逐渐缩小，美元指数料将偏弱运行

美欧经济差距逐渐缩小，美元指数下行概率加大。本质上讲，美元指数是一揽子货币汇率加权的结果，主要包括欧元、日元及英镑等。因此，美欧经济相对强弱影响美元指数的走势。美国经济增速已处在下滑区间，预计今年二季度经济增速下滑节奏加快，而日欧经济增速企稳迹象明显，今年触底回升概率较大，预计美元指数将偏弱运行。

图 10：美元一揽子货币



资料来源：Wind，中信证券研究部

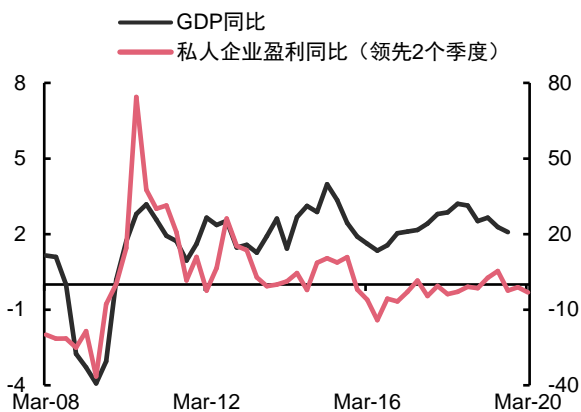
图 11：美元指数与美欧 GDP 比值相关性较高



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国经济领先指标持续走弱，预计将在今年二季度出现明显下滑。历史数据表明，美国私人企业盈利增速领先 GDP 增速 2 个季度左右，最新的企业盈利增速已下滑至 -3.14%；制造业新订单指数领先 GDP 增速 2-3 个季度。根据领先指标数据，预计美国经济在今年二季度将会面临明显的下行压力。

图 12：美国私人企业盈利与 GDP 增速的关系（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

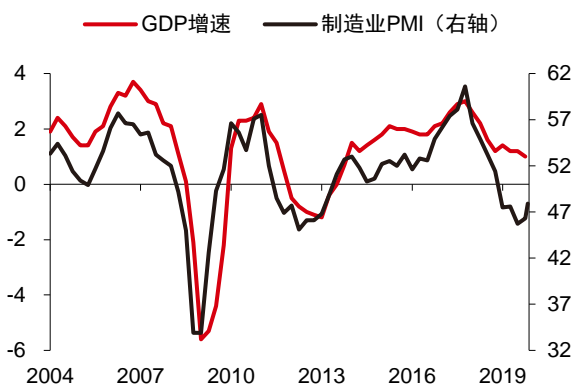
图 13：制造业新订单指数与 GDP 增速的关系（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

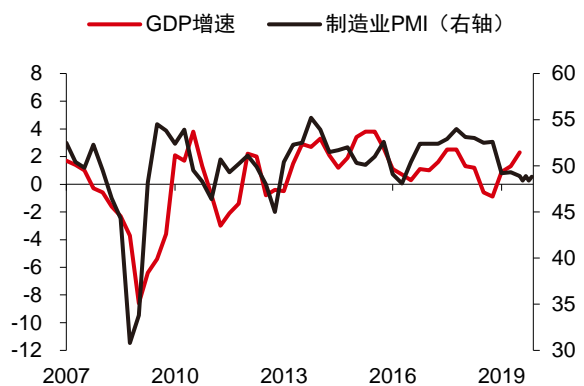
日欧经济增速企稳迹象明显。受量化宽松政策刺激，欧元区制造业 PMI 已经出现连续三个月企稳回升，GDP 增速也呈现连续四个季度底部企稳态势。同时，零售销售指数同比从 2018 年 9 月持续回升，消费者信心指数也出现明显的企稳迹象。受贸易战影响，日本出口同比持续下滑，内需拉动 GDP 连续五个季度回暖，制造业 PMI 在 11 月结束连续下滑，出现好转迹象。

图 14：欧洲经济增速底部企稳迹象明显（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

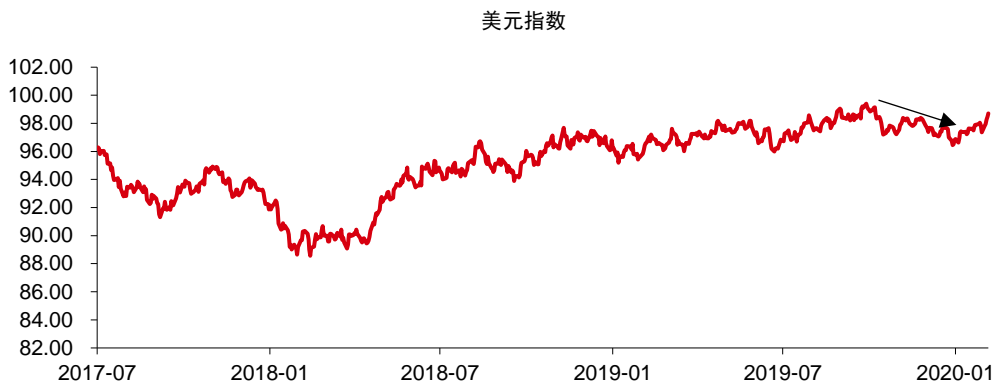
图 15：日本经济增速处于持续回暖阶段（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

预计 2020 年美元指数处在下降通道。主要影响因素包括，1) 美国 ISM 制造业 PMI 连续 5 月处在荣枯线以下，1 月的 ISM 制造业 PMI 为 50.9，处于近 10 年低位，美国的经济先行指标预示美国经济走弱；2) 中国、欧洲和日本经济见底回暖迹象明显，前期美国经济的“相对强势”可能转换为“相对弱势”；3) 中美贸易摩擦的缓和带来人民币升值。

图 16：美元指数在 2019 年 10 月开始重回下降通道

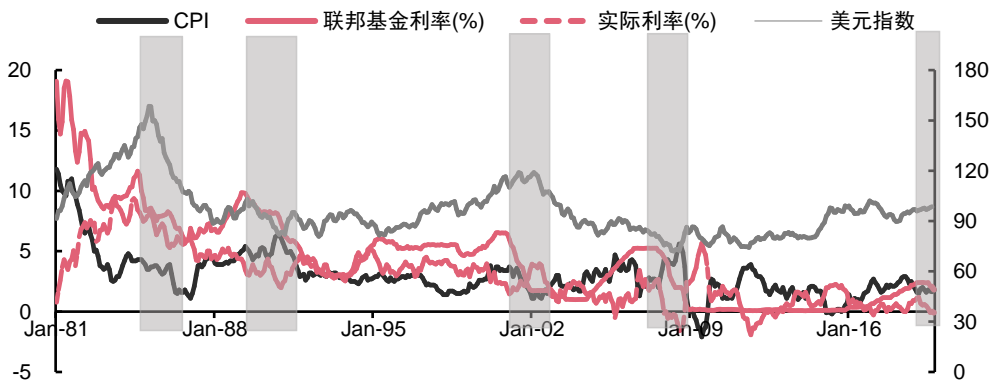


资料来源：Wind，中信证券研究部

基本面分析：全球流动性宽松持续，实际利率料将承压下行

追溯历次降息周期，实际利率呈现趋势性下降。自上世纪 80 年代以来，美联储共经历 4 次完整降息周期，整体而言实际利率维持下降趋势，但不同时段表现不一；美元指数振幅较实际利率更为明显，第一、三轮周期显示持续走弱，第二、四轮周期显示先弱后强。去年美联储于 8 月份开始连续三次降息至 1.50%-1.75%，开启了新一轮降息周期。

图 17：历次降息周期中美元指数和实际利率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

应对全球货币宽松和国内稳增长的目标，央行连续出台降息降准政策来释放流动性。2020 年 1 月 1 日中国人民银行公告，将于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，弥补春节流动性缺口，从而降低社会融资实际成本。一方面，受猪肉价格上涨带来的 CPI 高位，国内实际利率已为负利率，另一方面，国内名义利率在全球处于高位，国内的利率或呈现长周期下行趋势。2 月 3 日为应对疫情冲击，引导降低实际融资成本，进一步下调 7 天和 14 天逆回购利率 10BP。

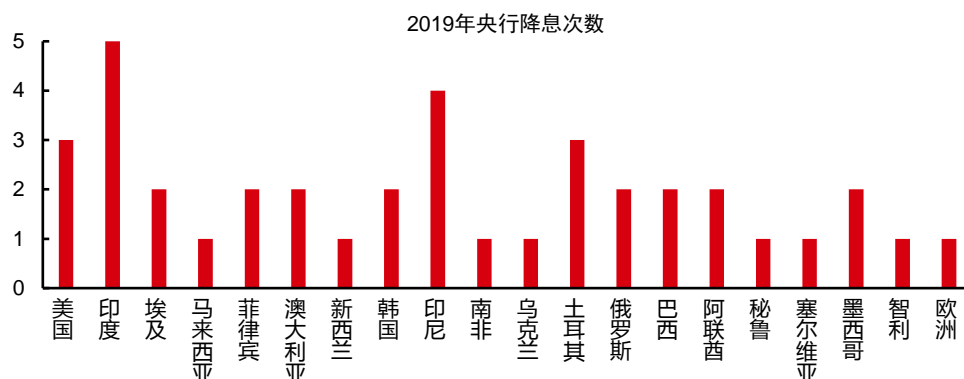
表 3：2019 年至今中国人民银行降息降准的操作

日期	方式	幅度
2019 年 8 月 20 日	降低 1 年期 LPR 加点	6BP
2019 年 9 月 20 日	降低 1 年期 LPR 加点	5BP
2019 年 11 月 5 日	下调 1 年期 MLF 利率	5BP
2019 年 11 月 18 日	下调 7 天逆回购操作利率	5BP
2019 年 11 月 20 日	降低 1 年期和 5 年期 LPR 利率	5BP
2019 年 12 月 18 日	下调 14 天逆回购操作利率	5BP
2019 年 12 月 28 日	宣布存量浮动利率贷款的定价基准转换为 LPR	
2020 年 1 月 1 日	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	50BP
2020 年 2 月 3 日	下调 7 天逆回购操作利率	10BP
	下调 14 天逆回购操作利率	10BP

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

全球料将延续宽松格局，名义利率下行压力大。自 2019 年以来，包括欧美和中国在内的全球超 30 家央行宣布降息，欧洲宣布重启 QE。全球央行一系列举动均为全球经济增速放缓及流动性宽松的大环境提供了明显信号，预计在全球经济复苏形势尚不明朗环境下，各国央行降息潮或将持续。此外，全球政策不确定性、负收益率债券规模升高及贸易摩擦反复等触发市场避险情绪，以及新冠疫情带来的冲击，国债收益率仍将承压。

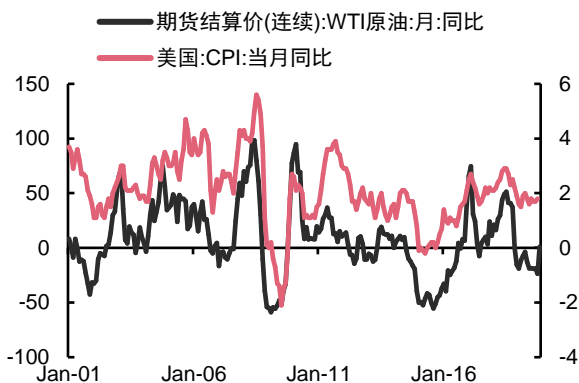
图 18：预计 2020 年全球降息周期将会持续



资料来源：Wind，中信证券研究部

通胀预期抬升压制实际利率。美国通胀受到能源价格影响较大，目前全球经济增速有下行压力，OPEC 减产维持稳定，叠加中东局势升级，预计 2020 年油价重心将有所上移，叠加美联储降息拉动预期通胀，预计今年通胀将保持温和上行。

图 19: 美国通胀水平与油价的关系



资料来源: Wind, 中信证券研究部

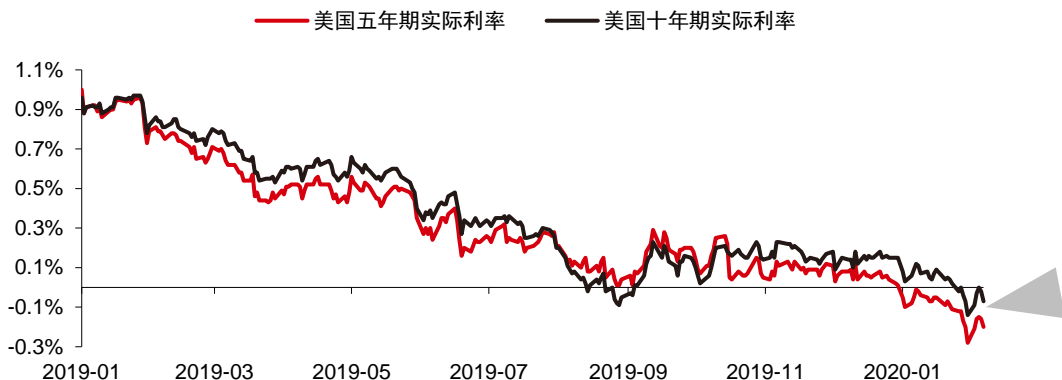
图 20: 全球政治经济不确定性与金价关系



资料来源: Wind, 中信证券研究部

预计 2020 年美国实际利率处于下降通道。主要影响因素: 1) 逆周期调节下, 全球流动性宽松周期持续, 名义利率仍处于低位; 2) 全球油价中枢抬升和国内猪价上涨, 通胀抬升压制实际利率。

图 21: 2019 年至今美国实际利率走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

价格分析: 金价料突破前高, 黄金公司配置价值再起

预计 2020 年金价将持续上涨, 高点或将达到 1700 美元/盎司, 全年均价 1550 美元/盎司。主要影响因素: 1) 美国经济先行指标持续走弱, 消费数据高位缺乏支撑, 预计明年美欧差距逐渐缩小, 美元指数下行压力大; 2) 预计全球将持续流动性宽松格局, 实际利率或将延续下行趋势; 3) 美国贸易保护主义的蔓延和局部地缘政治冲突升级, 新冠疫情冲击带来不确定性, 避险情绪攀升也将推动对黄金的偏好。

图 22：未来金价展望（美元/盎司）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

赤峰黄金：跨越式发展的黄金公司

竞争优势一：坐拥高品位黄金矿山，黄金板块经营稳定增长

公司拥有高品位黄金矿山，国内金矿资源储量 56.41 吨，合计拥有金矿权益储量 85.95 吨。截至 2018 年 12 月 31 日，公司国内黄金开采业务通过子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙黄金等开展，共拥有 8 宗采矿权和 12 宗探矿权，合计拥有黄金资源储量 56.41 吨。公司所属国内矿山位于我国金矿资源最为丰富的华北地区，矿石整体品位高，单一矿山平均品位接近 15 克/吨，在国内属于稀少的高品位富矿床。

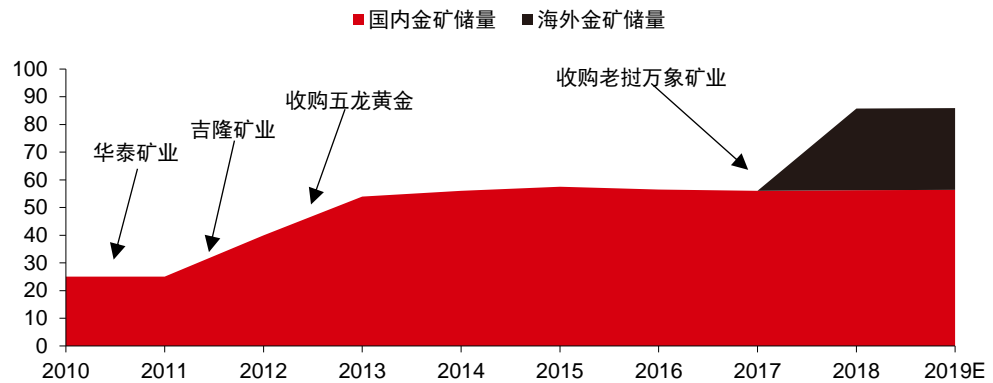
表 4：赤峰黄金金矿储量

子公司	地区	股权比例	矿区	矿石储量（万吨）	平均品位（克/吨）	金金属量（吨）
吉隆矿业	内蒙赤峰	100%	撰山子矿区	106.26	13.82	14.69
			红花沟矿区	168.47	6.80	11.45
华泰矿业	内蒙赤峰	100%	莲花山矿区	114.33	10.09	11.54
			彭家沟矿区	43.36	5.79	2.51
			合计	326.16	7.82	25.50
五龙黄金	辽宁丹东	100%	里滚子金矿	240.41	6.75	16.23
100%权益合计		100%		672.83	8.38	56.41
老挝万象矿业		90%	Sepon 铜金矿	860.27	3.82	32.82
合营权益合计		其他权益		774.24	3.82	29.54
权益储量（截止 2018 年底）				1447.07	5.94	85.95

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：储量、品位数据截止 2018 年 12 月 31 日

公司增储主要来自于并购成熟矿山。公司建立之初金矿资源主要来自华泰矿业下属的矿山。2011 年底，公司完成重组上市，主营业务确立为黄金矿产开发，同年获得了吉隆矿业优质资产的注入。2013 年，公司全资收购五龙黄金 100% 股权，国内形成“三矿”格局。自 2013 年以来，公司国内矿山部分未有重大资产收购变化。

图 23：赤峰黄金矿产金资源储量（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司当前黄金开采主力为吉隆矿业、华泰矿业和五龙黄金下属国内矿山，合计拥有金原矿实际开采产能 47 万吨/年，年产能利用率 80%以上。虽然公司整体产能利用率较高，但各矿山情况差异较大。其中，华泰矿业产能利用率持续处于较低水平，采矿许可核定生产规模虽为 18.89 万吨/年，但实际产能严重下滑，原因系华泰矿业主要进行尾矿开采，产量提升难度较大。五龙黄金采矿许可证的生产规模为 10 万吨/年，但近年随着开拓工程实施，实际产能已经达到 25 万吨/年，公司已向国土资源部门提交变更采矿证的生产规模，相关事宜已经办理完成。公司近两年着力挖掘现有矿山潜力，持续加强探矿增储，为黄金增产做准备。未来在矿山技改项目完成后，黄金产量有望得到有效提升。

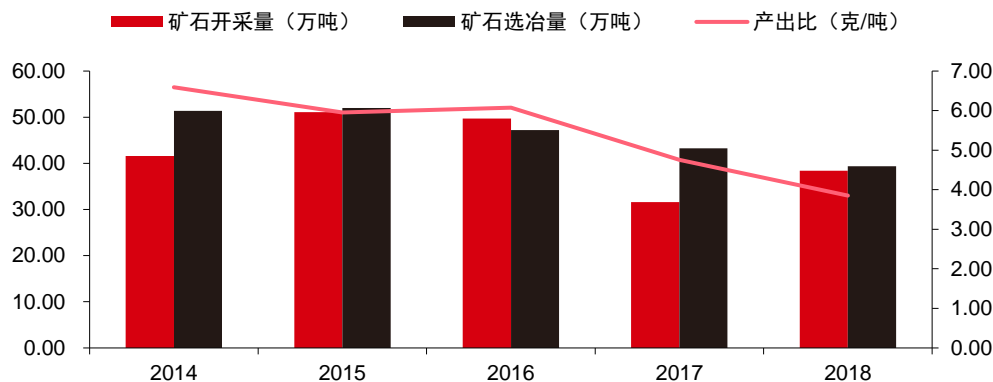
表 5：赤峰黄金金原矿开采情况

矿区	2018 年			2017 年		
	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率
吉隆矿业	12	10.98	91.49%	12	8.75	72.94%
华泰矿业	10	3.14	31.40%	10	5.16	51.60%
五龙黄金	25	24.26	97.04%	25	17.68	70.72%
合计	47	38.38	81.66%	47	31.59	67.21%

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：现有金矿产能数据截至 2018 年 12 月 31 日

公司国内矿山近年来矿石开采和选冶量、产出比等指标呈现出下降趋势。黄金产量受金原矿入选量和入选矿石品位的双重影响，黄金产出比主要受入选矿石品位影响。公司 2014-2018 年间矿产金产量分别为 3.38 吨、3.10 吨、2.87 吨、2.06 吨和 1.52 吨，这期间黄金产出比由最高时的 6.59 克/吨下降到 3.85 克/吨，逐渐下降的黄金产量和产出比趋势基本吻合。我们对公司国内三矿近五年的金原矿开采和选冶情况进行梳理，在公司国内矿山核定产能基本不变的情况下，矿石开采量和矿石选冶量整体上也呈下降趋势，至 2018 年时已达到历史低位。

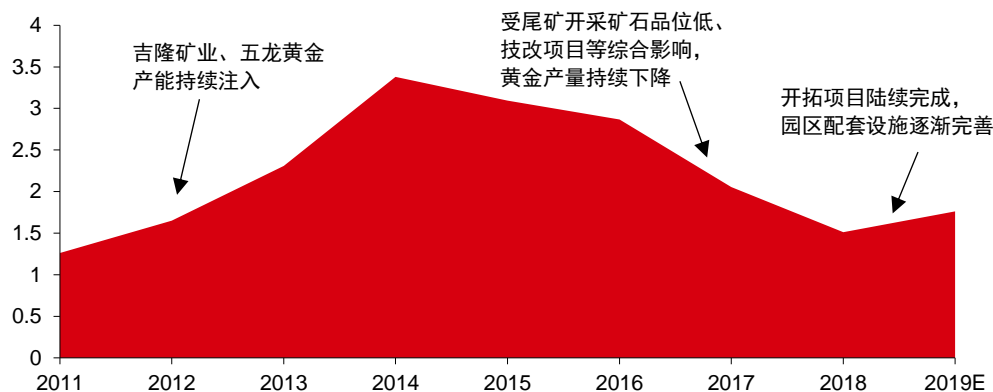
图 24：赤峰黄金国内矿山近五年金原矿开采与选冶情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2011 年以来公司矿产金产量趋势不定，2019 年及未来产量预计稳步上升。根据公司公告，2011 年至 2014 年间由于吉隆矿业、五龙黄金产能持续注入，公司矿产金产量持续增长，2014 年达到近年最高的 3.38 吨。但由于华泰矿业矿业产能利用率持续较低，公司下属金矿开展技改项目、国内安全和环保政策等因素的影响，2014-2018 年间公司整体矿产金产量持续走低，2018 年跌至 1.51 吨。根据我们预测，该产量并非公司产能的真实体现，受矿石入选品位提高、生产经营激励措施、园区配套设施逐渐完善等多重利好的影响，我们预计公司国内矿山自 2019 年后矿产金产量将持续回升。

图 25：赤峰黄金国内矿产金产量（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

当前公司国内矿山中五龙黄金具有较强的增储增产潜力。五龙黄金位于辽宁丹东，于 2013 年被收购成为赤峰黄金的全资子公司。五龙矿业具有 1 项采矿权和 1 项探矿权。采矿权保有资源（121b+122b+333）型矿石量总计 224.45 万吨，平均品位 5.90 克/吨，金金属量 13.24 吨。探矿权方面，保有资源（332+333）型矿石量总计 22.16 万吨，平均品位 5.77 克/吨，金金属量 1.28 吨。在公司和丹东市有关部门的大力推动下，五龙黄金正在进行探矿和产能扩大项目，当前矿石开采实际产能已经超过 25 万吨/年，远期设计产能达到 100 万吨/年，在增储增产方面将为公司国内黄金矿山未来增长提供有效支撑。

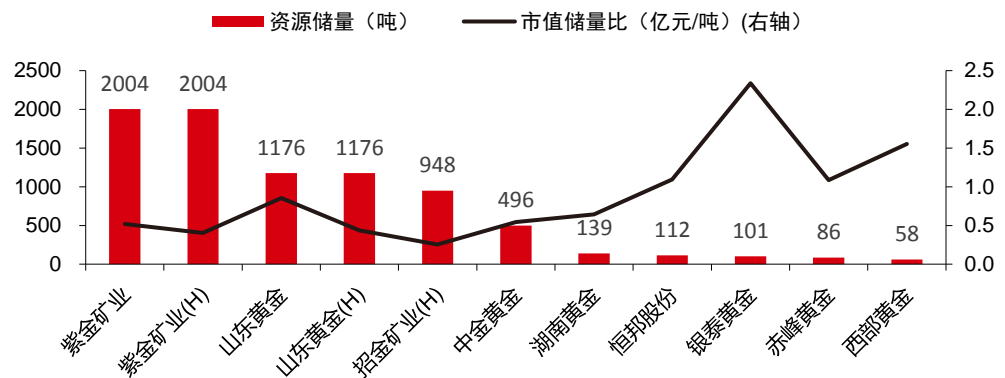
表 6：五龙黄金资源储量情况

权益	类型	种类	矿石量（万吨）	平均品位（克/吨）	金金属量（吨）
采矿权	探明	121b	9.246	5.02	0.46
	控制	122b	47.576	5.54	2.63
	推断	333	167.628	6.05	10.14
	合计		224.45	5.9	13.24
探矿权	确认	332	15.488	5.29	0.819
	确认	333	6.672	6.89	0.46
	合计		22.161	5.77	1.279

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：现有金矿产能数据截至 2018 年 12 月 31 日

对比国内主要黄金行业上市公司，公司在资源储量方面位居第二梯队，市值储量比方面具有比较优势。根据各公司 2018 年公告，紫金矿业、山东黄金、招金矿业等在资源储量方面位居行业第一梯队。赤峰黄金与湖南黄金、恒邦股份、银泰黄金、西部黄金等公司位居第二梯队，虽在储量上与第一梯队存在明显差距，但市值储量比具有比较优势，以 1.09 亿元/吨的水平接近行业顶尖水平。

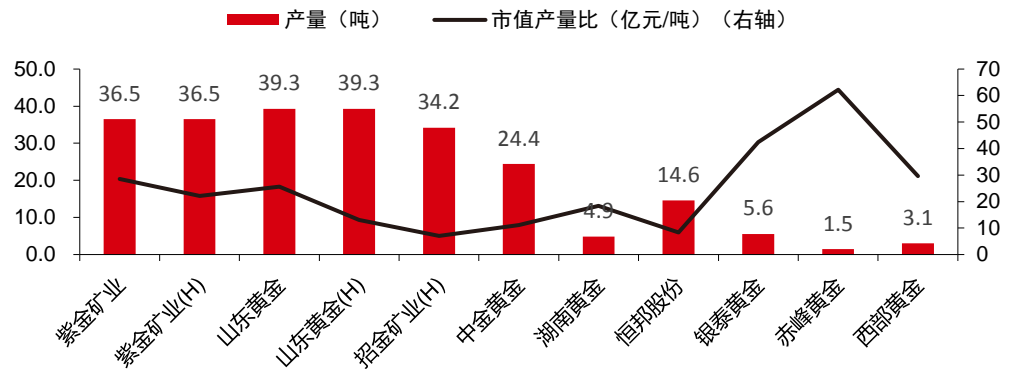
图 26：主要黄金上市公司资源储量及市值储量比



资料来源：各公司公告，Wind，中信证券研究部 注：储量截止 2019 年底

对比国内主要黄金行业上市公司，公司在产量上位居第二梯队，在市值产量比方面具有提升空间。各主要上市公司的产量数据与储量数据整体趋势一致，由于 2018 年公司国内矿山进行技改项目和环境政策等因素影响，产量处于历史低位，市值产量比相较于其他企业偏高，随着矿产金产量迅速上升，预期市值产量比将有明显的改善。

图 27：主要黄金上市公司产量及市值产量比

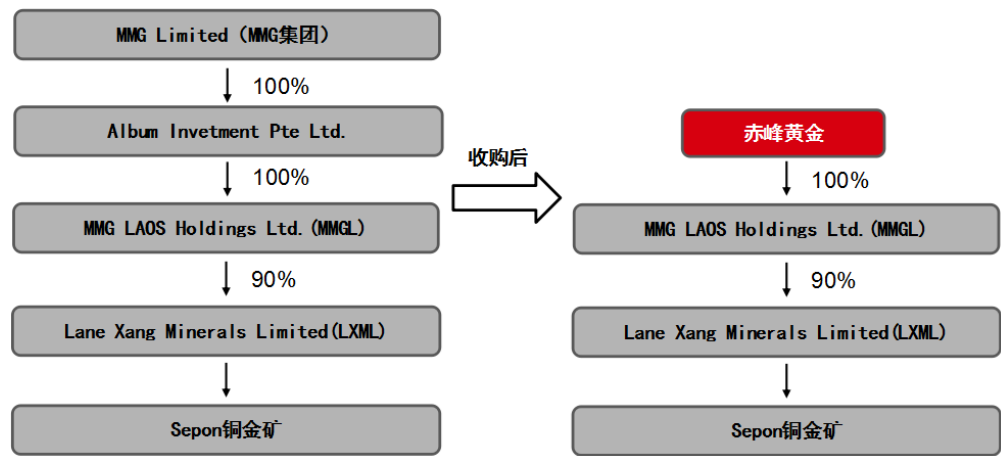


资料来源：各公司公告，Wind，中信证券研究部 注：产量使用 2018 年值

竞争优势二：外延收购 Sepon 稳固矿业，转产黄金做大黄金主业

公司于 2018 年 11 月 30 日取得老挝最大铜矿 Sepon 矿运营权。MMG 持有 LXML 90% 股权，主要从事 Sepon 铜金矿的开发运营，LXML 剩余 10% 股权由老挝政府持有。本次交易完成后，公司通过 MMG Laos 间接持有 Sepon 铜金矿 90% 的权益。

图 28：赤峰黄金收购对 MMGL 股权结构变更



资料来源：公司公告，中信证券研究部

Sepon 铜金矿具有稳定的生产运营能力，已持续运营 15 年以上。Sepon 铜金矿位于老挝中南部地区，最早被力拓下属的 CRA 公司于 1992 年发现，其后由 LXML 作为经营主体负责具体勘探运营。根据 1993 年签订的 MEPA 协议，LXML 享有包括 Sepon 矿区在内的合计 1247 平方公里范围内的矿产资源勘探及开采的独占权利，协议期限为 2003 年起最长 50 年。Sepon 铜金矿从 2003 年开始投入生产，已持续运营 15 年以上，采选设施设备及配套产业链较为完善，拥有国际先进的矿业生产技术。

图 29：Sepon 铜金矿地理位置



资料来源：公司公告

横向对比国内其他公司的铜矿收购，公司收购 LXML 成本在在产项目中处于较低水平。本次对 LXML 收购价格为 2.75 亿美元，折合人民币 17.79 亿。根据多年铜金价格比值对 Sepon 铜金矿部分进行折算，并横向对比多年国内矿业公司的海外铜矿项目平均并购情况，公司并购的铜矿资源平均价格/权益储量为 4653 元/吨，低于在采项目平均值 6737 元/吨，在国内公司并购案中成本处于偏低水平，因此本次收购以低成本带来了可靠的营运现金流注入和明显的储量提升，对于企业的绩效提升作用显著。

表 7：近年国内公司购买铜矿资产情况

公司	铜矿/企业名称	资源储量 (万吨)	平均品位 (%)	价格 (亿元)	权益占比	购买时间	价格/权益储量 (元/吨)
	Timok 铜金矿下带	1430	0.86%	27.3(3.9 亿美元)	39.60%	2019 年 11 月	482
	Timok 铜金矿上带	121.9	2.71%		100.00%	2018 年 9 月	
	Timok 铜金矿下带	1430	0.86%	93.63 (18.58 亿加元)	60.40%	2018 年 9 月	914
紫金矿业	Bisha 铜锌矿	65.5	1.02%		60.00%	2018 年 9 月	
	RTB BOR 集团	1029	0.40%	23.98 (3.5 亿美元)	63.00%	2018 年 9 月	370
	卡莫阿	2416	2.56%	25.17 (4.12 亿美元)	43.50%	2015 年	240
	科卢韦齐	154	4.00%	4.79 (7791.7 万美元)	51.00%	2014 年	610
铜陵有色	米拉多项目	349	0.53%	44.11	70.00%	2011 年	1806
中国有色	卢安夏	257	-	3.3 (0.5 亿美元)	80.00%	2010 年	161
中铝公司	铜矿	683	0.47%	58.8 (8.6 亿美元)	100.00%	2008 年	861
	绿地项目平均		-		-	-	672
五矿资源	Las Bambas	771	0.70%	363.8 (70.05 亿美元)	63.00%	2015 年	7490
	Kinsevere	139.6	2.20%	83 (13.3 亿加元)	100.00%	2012 年	5946
洛阳钼业	Tenke	471.8	2.60%	173.2 (26.5 亿美元)	56.00%	2017 年	6555
	Northparkes	121.2	-	50 (8.2 亿美元)	80.00%	2013 年	5158
赤峰黄金	Sepon 铜金矿	38.2	2.00%	17.79 (2.75 亿美元)	90%	2018 年 11 月	4653
	在采项目平均		-		-	-	6737

资料来源：各公司公告

Sepon 铜金矿资源品位较高，具备未来回收利用工艺利用空间。根据公司公告，截至 2017 年底，Sepon 铜矿资源量为 48.80 万吨，品位为 2.00%，储量为 20.64 万吨，品位为 2.40%。Sepon 金矿资源量为 39.44 吨，品位为 3.60%，储量为 32.82 吨，品位为 3.82%。铜矿与金矿资源整体品位较高，虽然储量不大，但公司计划通过发展低品位矿石回收利用技术，延长铜矿部分的开采周期。Sepon 矿良好的矿石品位为公司这一计划奠定了基础。

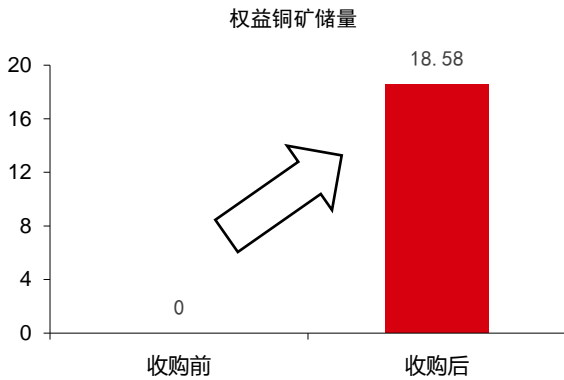
表 8: Sepon 铜金矿资源量储量情况

矿种	类型	矿石类型	矿石量 (百万吨)	品位 (%)	铜金属量 (万吨)		
铜矿	资源量	表生矿	6.20	4.40	27.28		
		原生矿	12.20	1.10	13.42		
		矿堆	6.00	1.30	7.80		
		合计	24.40	2.00	48.80		
	储量	表生矿	2.80	4.70	13.16		
		原生矿	0.35	1.10	0.39		
		矿堆	5.50	1.30	7.15		
		合计	8.60	2.40	20.64		
		金矿	资源量	矿石类型	矿石量 (百万吨)	品位 (克/吨)	金金属量 (吨)
				氧化矿	1.70	3.00	5.10
部分氧化矿	1.10			4.30	4.73		
原生矿	7.20			3.90	28.08		
矿堆	0.90			1.70	1.53		
合计	11.00		3.60	39.44			
储量	氧化矿		2.07	2.64	5.46		
	过渡矿		0.98	4.77	4.70		
	原生矿		5.55	4.09	22.66		
	合计		8.60	3.82	32.82		

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：现有储量数据截至 2017 年 12 月 31 日

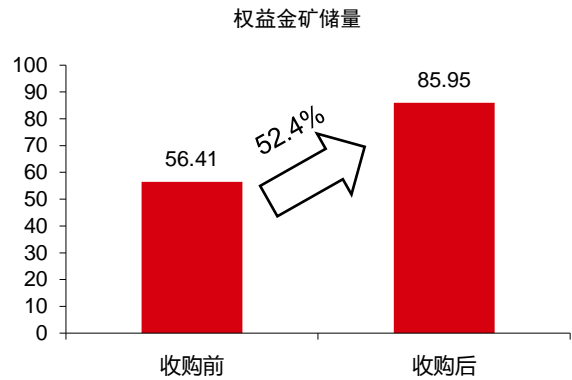
收购 LXML 后，赤峰黄金开拓电解铜产品生产，权益金矿储量增长 50%以上，对公司产品生产和资源储量均有明显提升。铜矿开采实现从无至有，获得权益铜矿储量 18.58 万吨，权益金矿储量由 56.41 吨提升至 85.95 吨，增长 52.4%。

图 30：收购 LXML 前后铜矿权益储量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 31：收购 LXML 前后金矿权益储量（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

近年来 Sepon 矿主要产品为电解铜，占其主营业务收入的 100%。根据公司公告，近年来 Sepon 主要生产阴极铜（电解铜）产品，产能为 8 万吨/年，近三年产能利用率均在 75%以上，产销率保持在 99%以上，主营业务维持着良好状态。

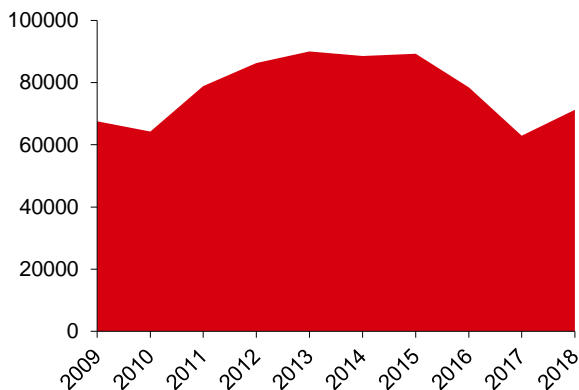
表 9：Sepon 电解铜近三年产能利用及产销情况

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
产能（吨）	80,000	80,000	80,000
产量（吨）	71,258	62,941	78,492
销量（吨）	71,142	62,931	78,714
产能利用率（%）	89.07	78.68	98.12
产销率（%）	99.84	100.02	99.72

资料来源：公司公告，中信证券研究部

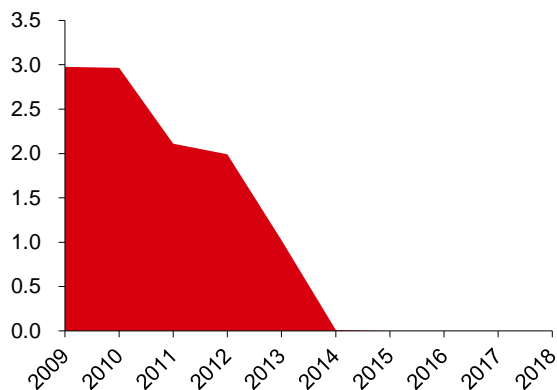
Sepon 矿作为运营 15 年以上的成熟矿山，铜矿面临尾矿开采，金矿正在着手重新启动。2009 年 6 月，Album Invetment 与前任股东 OZ Minerals Limited 签订了股份购买协议，获得 Sepon 矿的经营权。Sepon 矿电解铜业务开始于 2005 年，在 2010 年扩建项目之后电解铜产能达到了 8 万吨/年，并维持至今。近十年来，电解铜产量一直维持高位。其中 2012-2015 年产能利用率持续超过 100%，最高为 2012 年年产达到 9 万吨。Sepon 矿黄金业务开始于 2002 年，2005 年初产能扩增至年处理 250 万吨矿石。受黄金品位下降和储量耗尽等因素影响，MMG 集团原计划金矿开采于 2012 年结束，因此自 2009 年黄金开采进入尾矿开采阶段，产出持续降低，最终于 2014 年闭坑，2014-2018 年间无黄金产出。

图 32: Sepon 矿近十年电解铜产量（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

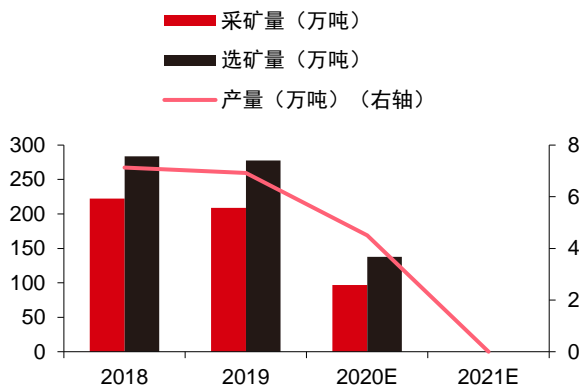
图 33: Sepon 矿近十年黄金产量（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

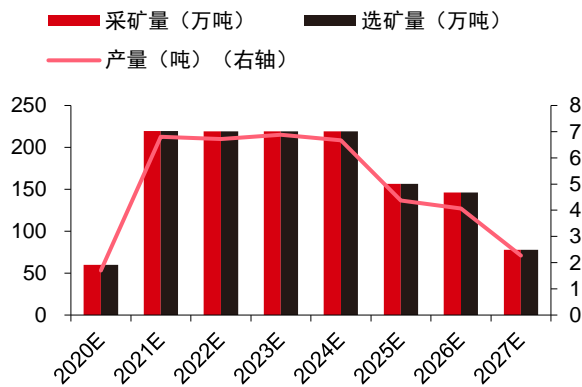
Sepon 矿电解铜生产预计将于 2020 年结束，金矿运行周期为 2020-2027 年，探矿工作取得阶段性进展，黄金产量将高于原计划。根据公司 2018 年公布的排产计划，Sepon 矿山年采选铜金属矿石能力最高为 300 万吨原矿/年，剩余生产期 3 年，共处理储量矿石量 727.35 万吨，共生产电解铜总量约 16.96 万吨。根据排产计划，黄金矿山年采选能力为 150 万吨原矿/年，预计将于 2020 年重启开采，2027 年结束，综合回收率约 83%，2019 年金矿部分探矿工作取得阶段性进展，受矿石量及品位增加影响，黄金产量预计将高于预期。

图 34: Sepon 矿计划电解铜产量



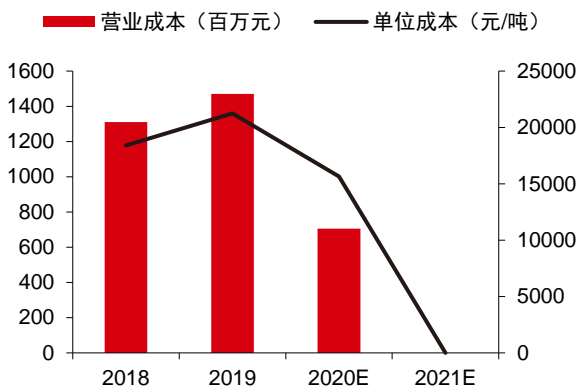
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 35: Sepon 矿计划黄金产量



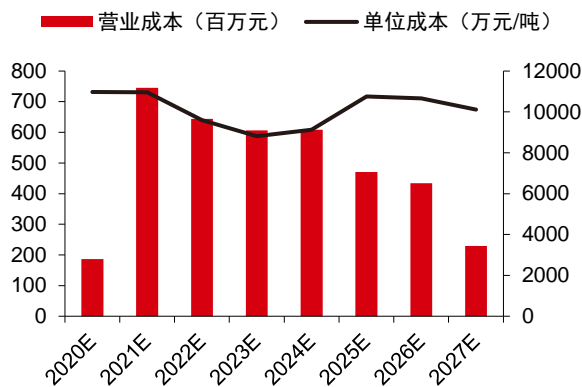
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 36: Sepon 矿电解铜营业成本及单位成本预测



资料来源：公司公告（含预测），中信证券研究部

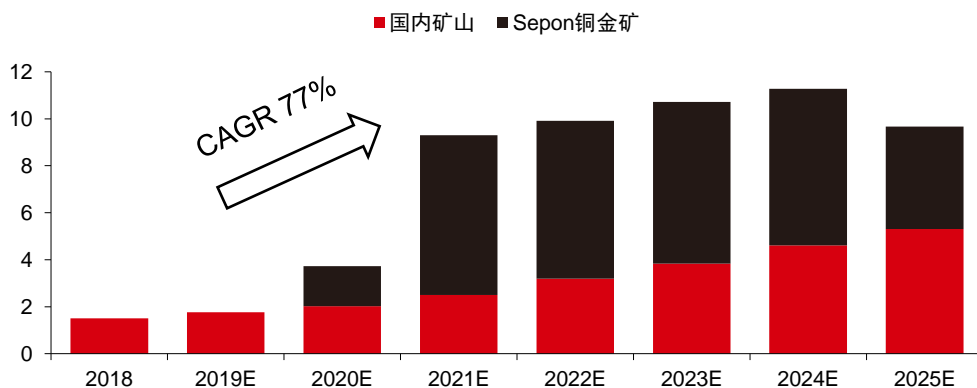
图 37: Sepon 矿黄金营业成本及单位成本预测



资料来源：公司公告（含预测），中信证券研究部

Sepon 铜金矿助力公司黄金产量稳定释放，2022 年预计产量达到 10 吨量级。根据测算，受 Sepon 矿黄金部分将于 2021 年全面投产和国内矿山产量逐步恢复等利好因素影响，预计公司整体黄金产量将在 2022 年站上 10 吨量级高位，并稳定维持，到 2025 年将有所回落，2018-2022 年间 CAGR 为 77%。

图 38: 赤峰黄金 2018-2025 年黄金产量预测

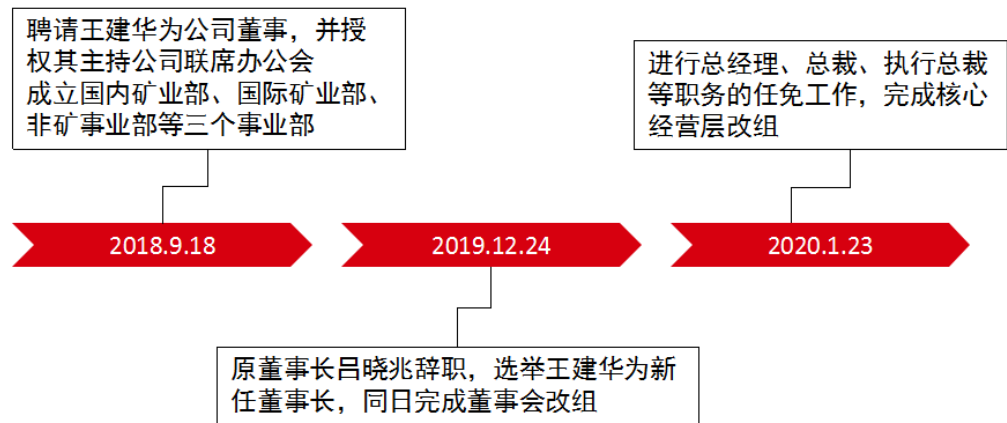


资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

竞争优势三：公司高层顺利改组，管理能力对标国内顶级企业

公司自 2018 年 9 月以来逐步进行管理层改组，至 2020 年 1 月基本完成。公司于 2019 年 12 月和 2020 年 1 月分别实现了董事会和核心管理层的换届，组建了全新的董事会和管理层，引入了多位有黄金行业资深管理经验的企业高层人员，为公司制定了未来发展规划。其中最重要的变化是王建华先生成为公司董事长，料将引领公司步入新的增长期。

图 39：赤峰黄金管理层变动情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

新任董事长王建华先生具有丰富的大型上市公司管理经验，尤其在黄金领域声望颇高。2006年至2018年间，王建华先生历任山东黄金董事长、紫金矿业总裁和云南白药董事长等重要职位，三家上市公司市值均超千亿，且山东黄金和紫金矿业为国内黄金行业的龙头企业，因此王建华先生在黄金行业具有丰富的经验和极高的声望。公司于2018年7月聘任王建华先生为公司董事，并授权其担任联席办公会主席，使其对公司的各项业务已经具备了充分了解。2019年12月起王建华先生开始担任董事长，时机成熟后有望对公司整体战略布局和未来业务发展带来深刻影响。

表 10：王建华先生主要履历

时间	所在公司	职位
2006.02-2013.02	山东黄金集团有限公司	董事长、党委书记
2013.06-2016.12	紫金矿业集团股份有限公司	总裁
2017.06-2018.07	云南白药控股有限公司	董事长
2018.07-2019.12	赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司	董事、联席办公会主席
2019.12-至今	赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司	董事长

资料来源：公司公告，中信证券研究部

王建华先生于山东黄金和紫金矿业任内主导了多次企业并购行为，均对相关公司未来发展产生重要影响。王建华先生任内具有丰富的并购经历，尤其值得注意的是在紫金矿业任职期间，对卡莫阿铜矿等国外矿山进行的成功收购，为紫金矿业的可持续发展提供了有力保障。王建华先生对矿山收购方面慧眼独具，公司未来在其主导下的并购策略尤其值得期待。

表 11：王建华先生任内山东黄金和紫金矿业并购情况

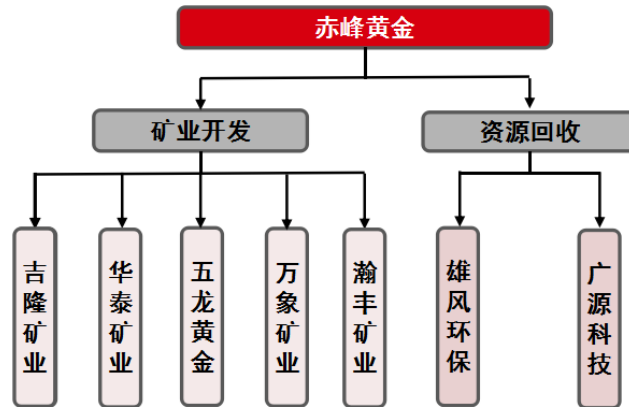
时间	收购公司	权益	类别	储量(目标金属量)	储量单位	品位	品位单位	收购对价(亿元)	收购单价	收购单价单位
2008.12.23	赤峰柴胡栏子黄金矿业股份有限公司	73.52%	金矿	9.75	吨	4.99	g/t	2.62	36.51	元/克
2010.5.27	青岛鑫莱矿业投资有限公司	100%	金矿	14.34	吨	4.08	g/t	3.40	23.71	元/克
2010.11.3	山东金石矿业有限公司	75%	金矿	71.40	吨	3.33	g/t	12.45	23.25	元/克

时间	收购公司	权益	类别	储量(目标金属量)	储量单位	品位	品位单位	收购对价(亿元)	收购单价	收购单价单位
2011.12.13	山东金石矿业有限公司	75%	银矿	94.00	吨	4.34	g/t	4.15	23.25	元/克
		25%	金矿	71.40	吨	3.33	g/t			元/克
2012.3.8	甘肃中宝矿业有限公司	25%	银矿	94.00	吨	4.34	g/t	7.24	51.99	元/克
		70%	金矿	19.88	吨	2.53	g/t			元/克
2012.6.1	山东盛大矿业有限公司	70%	伴生银矿	14.36	吨	3.11	g/t	30.03	28.12	元/吨
		98.5%	铁矿	1332.54	万吨	28.97	%			元/吨
2012.6.1	山东天承矿业有限公司	98.5%	金矿	108.45	吨	3.59	g/t	7.24	33.43	元/克
		98.5%	金矿	21.99	吨	3.05	g/t			元/克
2012.10.29	福建省源鑫矿业有限公司	80%	金矿	10.94	吨	3.78	g/t	4.90	56.03	元/克
		80%	银矿	117.00	吨	40.00	g/t			元/克
2013.8.27	卡尔古利矿业(KMC)-布兰特金矿	100%	金矿	1.14	吨	4.50	g/t	0.70	60.95	元/克
2014.4.16	洛阳坤宇矿业有限公司	70%	金矿	3.79	吨	3.92	g/t	7.00	264.04	元/克
2014.9.16	Bullabulling Gold Limited	100%	金矿	24.38	吨	1.28	g/t	11.07	64.87	元/克
2014.12.5	刚果(金)索诺伊矿业-科卢韦齐铜矿项目	51%	铜矿	153.84	万吨	3.93	%	4.79	311.49	元/吨
2015.1.19	Pretium Resources Inc	9.9%	金矿	21.26	吨	14.10	g/t	4.33	205.55	元/克
		9.9%	银矿	87.03	吨	58.00	g/t			元/克
2015.7.1	诺顿金田	100.00%	金矿	12.37	吨	1.27	g/t	1.91	15.49	元/克
2015.3.24	Ivanhoe Mines Limited-卡莫阿铜矿	9.41%	铜矿	2574.00	万吨	1.59	%	5.06	208.94	元/吨
		6.34%	镍矿	210.00	万吨	0.33	%			元/吨
		6.34%	贵金属(3PGE+Au)	2353.00	吨	3.74	%			元/克
		6.73%	锌矿	495.00	万吨	19.05	%			元/吨
2015.12.9	卡莫阿控股公司-卡莫阿铜矿	47.03%	铜矿	2416.00	万吨	2.50	%	25.17	221.55	元/吨
2015.5.27	巴里克(新几内亚)有限公司-波格拉金矿	47.50%	金矿	8.53	吨	5.49	g/t	18.21	449.51	元/克
2016.6.7	黑龙矿业-多宝山铜矿	100%	铜矿	178.39	万吨	0.44	%	15.61	738.62	元/吨
		100%	伴生钼矿	5.80	万吨	0.014	%			元/克
2016.6.7	黑龙矿业-铜山铜矿	100%	铜矿	32.98	万吨	0.56	%	15.61	738.62	元/吨
		100%	伴生钼矿	863.60	万吨	0.0147	%			元/克

资料来源：各公司公告

在新任管理层的推动下，公司确立了“双业务”模式产品战略，并对未来三年发展进行了系统规划。管理层进行换届后，公司高层具备对标国内顶级矿业公司的管理能力，对公司未来的发展视野具有显著提升。根据公司公告，公司未来将保持现有主营业务持续平稳运行，并全力以赴开展有增量的新业务，根据“双业务”模式制定了未来三年的发展规划，国内矿业部实施“建大矿、上规模”项目，国际矿业部对 Sepon 铜金矿实施“一体两翼”发展策略，即在确保铜、金生产稳步运营的基础上，通过加大探矿增储和低品位矿石开发利用，增加公司资源储量和经营业绩，提升公司价值。

图 40：赤峰黄金“双业务”发展战略



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2019 年度公司围绕战略规划，制定合理激励机制，经营业绩明显提升。2019 年公司在国内矿业部吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业三个子公司和国际矿业部万象矿业开展了“季季上台阶”生产经营评比活动，对表现突出的生产经营班组给予奖励，公司有色金属采选业务产量增长、成本下降效果明显。2020 年春节期间，新任董事会和管理层成员分赴国内和国外主要子公司进行现场调研，对于了解公司业务真实情况、激发员工工作热情均起到积极作用，为新一年度开展生产经营活动奠定了基础。

竞争优势四：金属回收业务稳健扩张，助力公司双轮驱动发展战略

公司资源回收利用板块形成于 2015 年，由雄风环保和广源科技两家子公司开展，2018 年该板块营收占比达 68.7%。全资子公司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。拥有自营进出口权，所产精铋占国内市场 8% 以上的份额，产品知名度、美誉度居国内同类产品前列。控股子公司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，利润率在全国同行业内属前列。

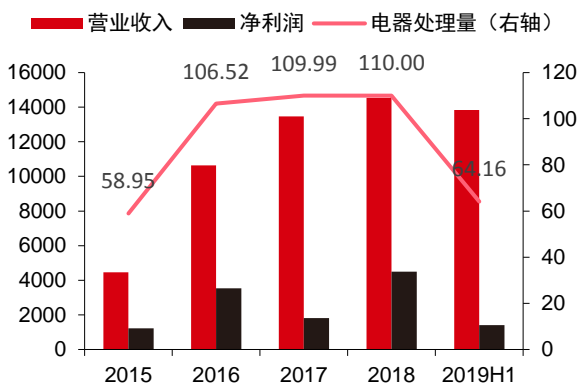
表 12：赤峰黄金资源回收利用板块

分/子公司	地区	股权比例	产品	产能（吨）	备注
雄风环保	湖南郴州	100%	冶炼金	0.7	主要分为湿法和火法，受永兴县工业园区污水处理系统建设滞后影响，雄风环保湿法车间无法投产。目前主要任务是通过新建设施发挥全部设计产能
			冶炼银	360	
			铋	1600	
			铜	40	
			铅	17000	
			钯	1.1	
			锡	2000	
			锑	1000	
			海绵铜	3900	
			广源科技	安徽合肥	

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：现有产品产能数据截至 2018 年 12 月 31 日

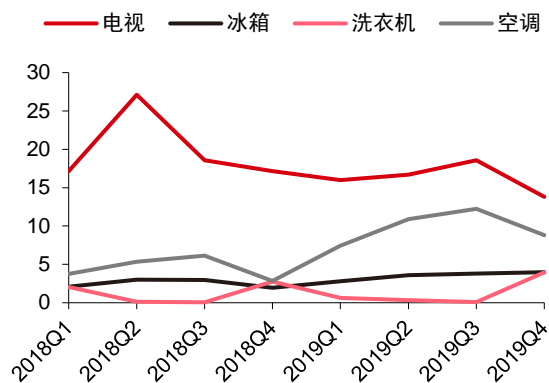
广源科技经营稳定，未来有望实现产能翻倍。广源科技现有生产工区拆解能力为四大类（电视、冰箱、洗衣机、空调）110万台/年，2016年以来基本满产运行。2019上半年实现产量64.16万台，净利润1403.4万元，较去年同期略有下滑。2017年，广源科技位于合肥循环经济示范园的新建废弃电器电子产品回收处理一期项目建设开始动工，总投资近亿元。截至2018年5月，项目主体已建设完工，生产设备开始进厂安装。项目建成投产后可实现年拆解废弃电器电子产品200万台，对赤峰黄金的可持续发展将产生积极作用，具有良好的经济效益和社会效益。

图 41：广源科技业绩情况（单位：万元，万台）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

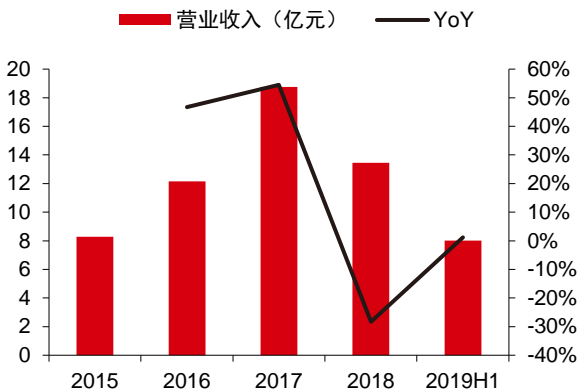
图 42：“四大件”季度处理量（单位：万台）



资料来源：公司官网，中信证券研究部

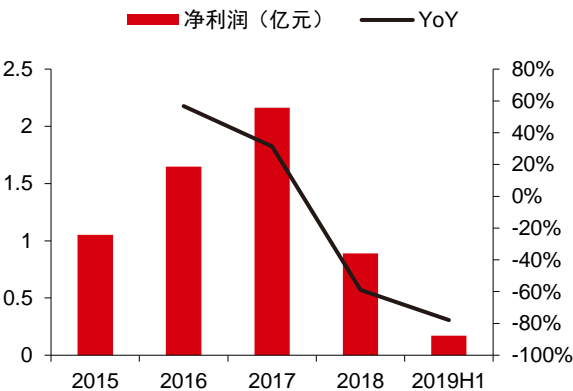
雄风环保保持持续的盈利态势与增长趋势。雄风稀贵成立于2001年7月，2015年2月赤峰黄金以发行股份及支付现金的方式购买其100%股权，名称变更为“郴州雄风环保科技有限公司”。雄风环保作为集研发、生产、销售为一体的有色金属综合回收利用企业，形成了对有色金属冶炼废渣等废弃资源回收利用的成熟生产工艺、具有稳定的原料来源和产品市场，2018年受危险废物经营许可证办理延迟、所在工业园区配套设施建设滞后、融资难等影响因素，盈利短期出现下滑，2019年期逐渐好转。

图 43：雄风环保营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

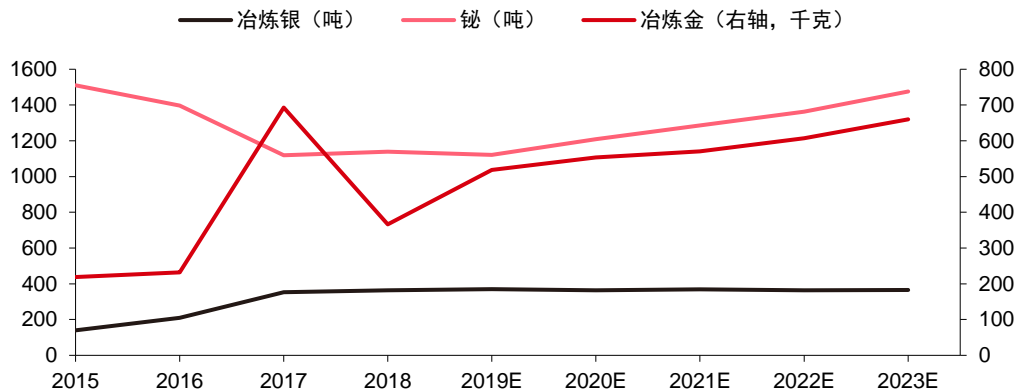
图 44：雄风环保净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

主要项目已完工投产，共计 13 万吨废杂物料处理能力，形成未来盈利支撑。“6 万吨低品位复杂物料稀贵金属清洁高效回收”于 2017 年 7 月建成后，产能逐渐释放；之后实施二期扩建工程，建设熔炼系统、贵金属系统及湿法系统三大生产系统、16 个车间的生产建设于当年完工。受益于项目的建成，2017 年处理低品位复杂物料 7.56 万吨，较 2016 年的 3.73 万吨增长 102.7%。2018 年产量为 8.44 万吨，年处理能力总计达到 13 万吨，产能利用率为 64.9%，随着技术改进，未来产能利用率有望逐步提高。

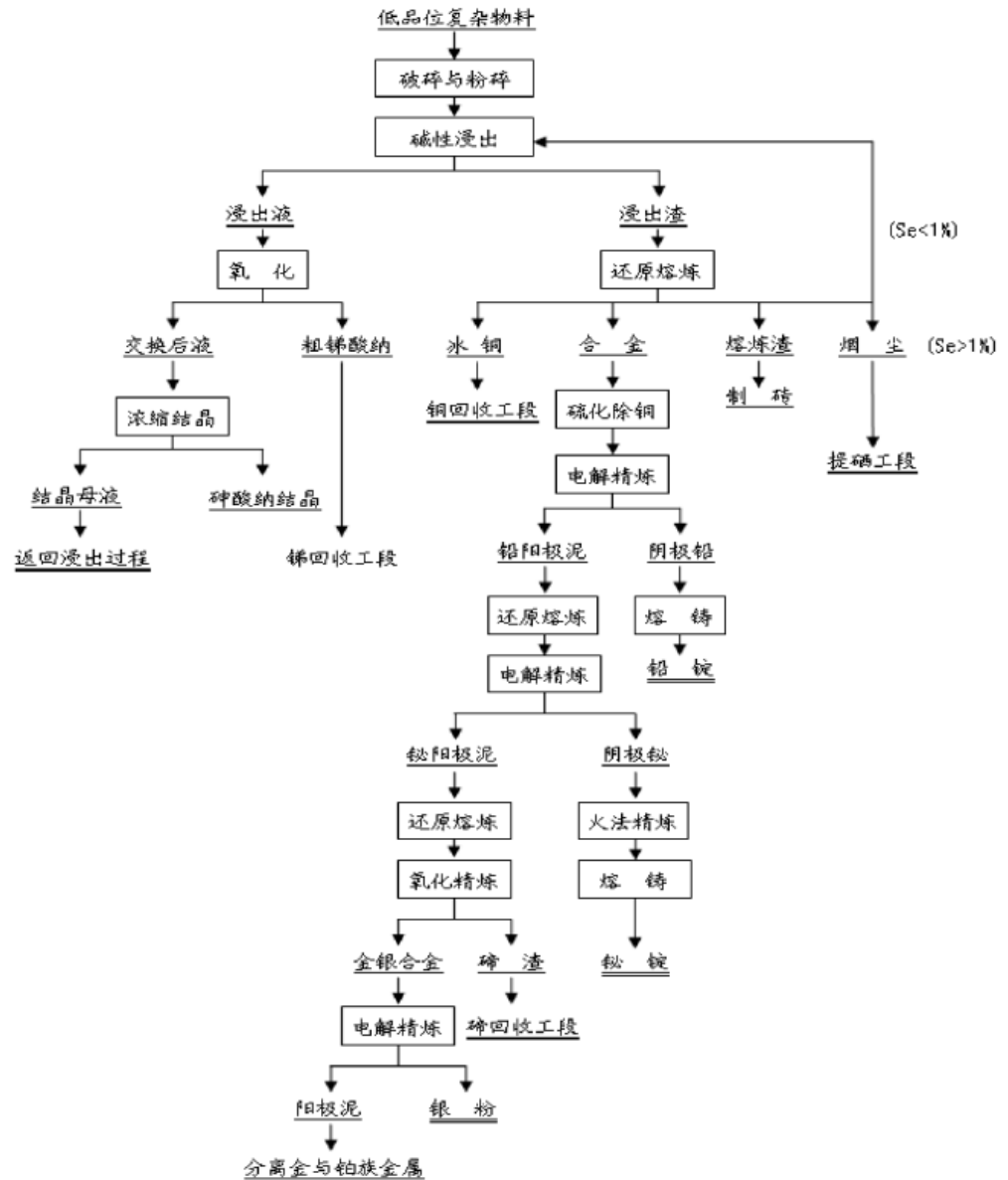
图 45：雄风环保主要产品历史产量及未来预计



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

雄风环保拥有湿法和火法两种生产工艺以及贵金属生产线，综合回收能力强且具有较强的规模优势。雄风环保拥有包括冶金、化工、环保、机器、电气、分析检验等专业技术研发团队。为了提高金、铂、钯等稀贵金属直收率，降低生产成本，雄风科技研究并采用了铂族金属分离提纯工艺为溶剂全萃取分离法专用技术，用于现生产工艺，该专用技术简化了流程，操作过程简单、易实现自动化。提取金属的选择性较高、产品纯度、直收率较高。能够改善环境、提高工作效率、显著降低生产成本。

图 46：雄风环保资源回收工艺流程



资料来源：公司公告

预计未来原材料供应状况良好。近年来，雄风环保冶炼金、钯、铅、海绵铜等金属单位成本上升，而冶炼银、铋、锡成本总体降低。公司于 2019 上半年向环保部门申请，增加了危废处置代码，扩大了采购物料范围。并且近年来开始向赞比亚、刚果等国家进口原材料，在当地投资建厂采矿、选矿，再运回国内进行深加工。由于在金属综合回收利用板块中，原材料成本占到总成本的 95%左右，采购渠道的拓宽有利于公司稳定该业务的成本。

表 13：公司主要产品单位成本

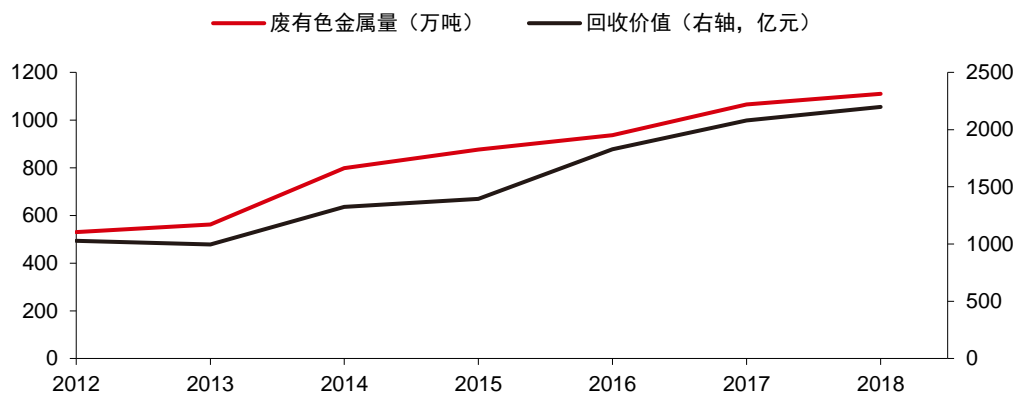
产品	2015	2016	2017	2018
金（元/克）	187	181	202	287
银（元/千克）	2163	2431	2088	1859
铋（元/吨）	53738	37198	47489	44080
钯（元/克）	85	129	159	327

铅（元/吨）	12282	6593	8552	14481
锡（元/吨）	-	25841	43024	14502
海绵铜（元/吨）	-	6412	10522	23646

资料来源：公司公告，中信证券研究部

作为国内稀贵金属再生资源龙头，雄风环保将持续受益于行业红利与政策倾斜。资源综合利用行业具有较高的经济价值和社会价值，发展前景广阔。然而，受到工艺和回收成本的影响，目前我国金属回收率总体维持在较低的水平，未来有较大提升空间。2016年发布的《有色金属工业发展规划（2016-2020年）》指导有色金属综合利用产业的发展方向，促进行业持续健康的发展，政策扶持预计将对雄风环保的经营产生长期的积极影响。

图 47：全国废有色金属回收量及回收价值



资料来源：商务部网站，中信证券研究部

表 14：有色金属回收行业相关政策

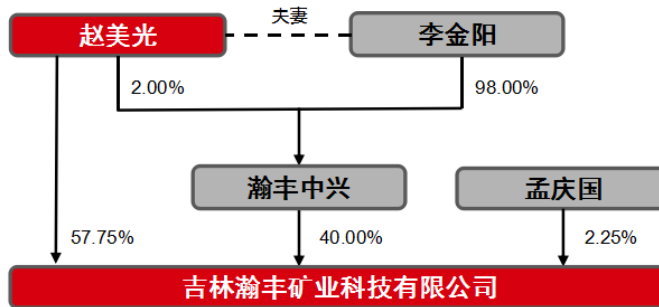
部门	时间	文件	内容
工信部	2016.9	《有色金属工业发展规划（2016—2020年）》	八项任务：实施创新驱动、加快产业结构调整、大力发展高端材料、促进绿色可持续发展、提高资源供给能力、推进两化深度融合、积极拓展应用领域、深化国际合作。
国务院	2013.8	《关于加快发展节能环保产业的意见》	提高稀贵金属精细分离提纯、塑料改性和混合废塑料高效分拣、废电池全组分回收利用等装备水平。
工信部	2011.12	《有色金属工业“十二五”发展规划》	支持改扩建形成一批锌、钴、镍、锡、锑、锆、铜、贵金属等回收利用及冶炼废渣综合利用示范工程。
工信部	2011.12	《大宗工业固体废物综合利用“十二五”规划》	完善以冶炼渣综合利用为核心的循环经济产业链，培育一批钢渣预处理及深度综合利用专业化企业和以有色金属企业为核心的冶炼渣综合利用企业集群。
湖南省人民政府	2008.12	《关于支持有色金属又好又快发展的意见》	重点建设郴州有色金属矿渣综合利用、衡阳大浦工业园再生铜铝项目、益阳锑资源循环利用等项目。

资料来源：工信部，国务院，湖南省政府，中信证券研究部

竞争优势五：瀚丰矿业优质资产注入，切入铅锌矿开采新领域

公司于 2019 年 11 月通过发行股份方式购买大股东赵美光、瀚丰中兴、孟庆国等持有的瀚丰矿业 100% 股权。瀚丰矿业原有股权结构中，赵美光为主要控股股东，持有 57.75% 的股份。瀚丰中兴及孟庆国为持股股东。交易标的瀚丰矿业旗下拥有 2 项采矿权、2 项探矿权，均位于吉林省延边朝鲜族自治州。

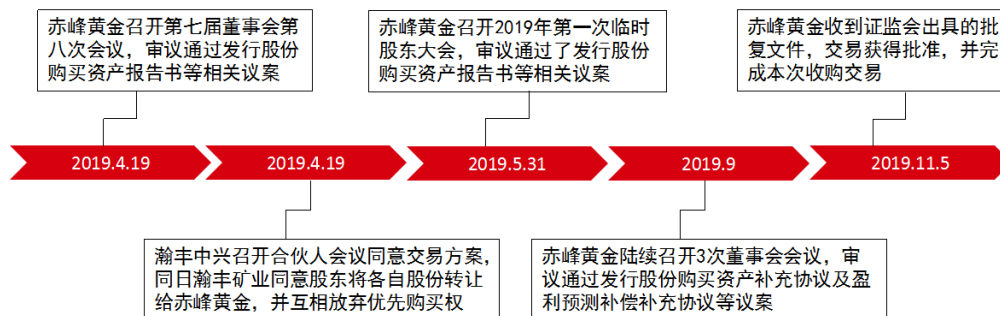
图 48：瀚丰矿业原有股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司本次收购始于 2019 年 4 月，标的资产交易价格为 5.1 亿元。按照发行价格 3.96 元/股计算，公司发行 12878.79 万股支付全部交易对价。本次重组前，公司控股股东、实际控制人赵美光及其一致行动人赵桂香、赵桂媛合计持有上市公司 30.57%股份，本次重组完成后，在不考虑配套融资的情况下，赵美光及其一致行动人赵桂香、赵桂媛、瀚丰中兴合计持有上市公司 36.13%股份，增长 5.56%，进一步稳固了其控股股东的位置。

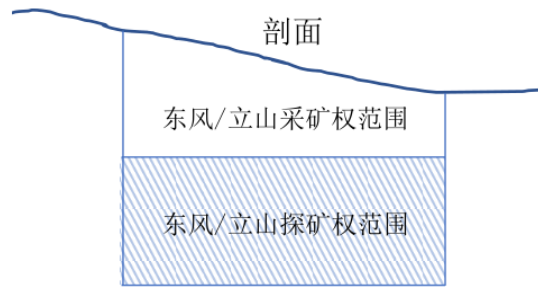
图 49：瀚丰矿业收购过程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

瀚丰矿业具有丰富的多金属矿山储备量和锌铅矿产开采能力，将拓展公司在有色金属领域的产品范围，所处优越的地理位置利于后续增储。根据公司公告，瀚丰矿业具有优质的矿产资源储备，所在的“吉林天宝山-开山屯”区域为《全国矿产资源规划（2016—2020年）》中划定的“重要矿产资源重点勘查区—铅锌矿”，该区域成矿地质条件优越，是重要的多金属矿化集中区。瀚丰矿业所具有的 2 项采矿权和 2 项探矿权属于公司的核心竞争力之一，且地理位置有利于后续通过资源勘查、资产并购等方式充分发掘临近地区矿产资源，增大自身资源储量。

图 50：瀚丰矿业采矿权/探矿权示意图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

采矿权方面，瀚丰矿业保有较丰富的锌、铅、铜、钼资源储量，已跻身延边朝鲜族自治州拥有较多有色金属资源量的企业之列。瀚丰矿业下属立山矿区和东风矿区。其中立山矿区主要开采锌矿、铅矿、铜矿等，矿区面积 2.225 平方公里。东风矿区主要开采铅矿、锌矿、铜矿、钼矿等，矿区面积 2.4207 平方公里。根据已在国土资源部备案的矿产资源储量核实报告，截至 2018 年底，两矿区采矿权合计拥有锌、铅、铜、银、镉资源储量为 14.7 万金属吨、6.88 万金属吨、1.58 万金属吨、0.02 万金属吨、0.18 万金属吨。

表 15：瀚丰矿业采矿权情况

矿区	矿种	矿产组合	矿石量（万吨）	平均品位（%）	金属量（万吨）
立山矿区	锌	主矿产	441.42	2.56	11.31
	铅	共生矿产		1.51	6.68
	铜	伴生矿产		0.27	1.17
	银	伴生矿产		0.0054	0.02
	镉	伴生矿产		0.0416	0.18
东风矿区	锌	主矿产	89.5	3.79	3.39
	铜	共生矿产		0.45	0.41
	铅	伴生矿产		0.23	0.2
	钼	共生矿产		74.52	0.18

资料来源：公司公告，中信证券研究部

探矿权方面，瀚丰矿业 2 项探矿权预期探获新增锌资源储量 52 万金属吨、新增钼资源储量 6.52 万金属吨。根据《吉林省龙井市天宝山矿区铅锌多金属矿深部勘查方案》，截至 2018 年 12 月 31 日，两项探矿权已普查区域估算锌、镉、金、银、钼资源储量分别达到 14.59 万金属吨、0.12 万金属吨、0.38 金属吨、42.10 金属吨、1.94 万金属吨。

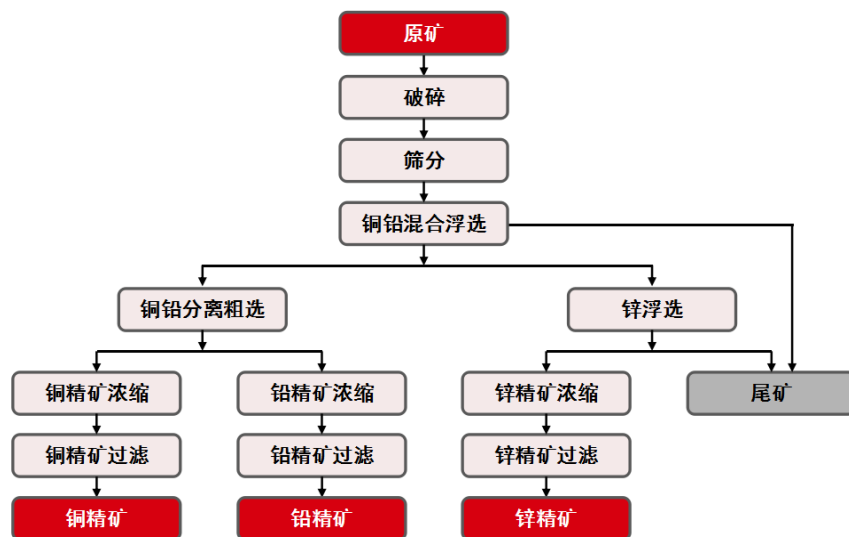
表 16：瀚丰矿业探矿权情况

矿区	矿种	矿产组合	矿石量（万吨）	平均品位（%）	金属量（吨）
立山矿区	锌	主矿产	418.67	3.46	144989
	镉	伴生矿产		0.031	1173
	金	伴生矿产		1.00×10^{-5}	0.38
	银	伴生矿产		1.11×10^{-3}	42.1
东风矿区	钼	主矿产	1604.58	0.121	19403.66

资料来源：公司公告，中信证券研究部

瀚丰矿业拥有投产多年的成熟矿山，具有完整的有色金属采选产业链。瀚丰矿业生产流程主要包括采矿和选矿两个部分，生产所需矿石均来源于自有矿山，采选自给率高。经过一系列选矿工艺步骤的处理，以锌精粉、铅精粉（含银）、铜精粉（含银）和钼精粉等产品形式进行出售。通过本次对瀚丰矿业的收购，公司将获得成熟的铅锌矿山运营权，完善有色金属产业链，分散矿山业务集中于黄金一项所带来的市场风险。

图 51：瀚丰矿业选矿工艺流程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

当前瀚丰矿业立山矿区产能为 16.50 万吨/年，东风矿区产能为 9.90 万吨/年，整体产能利用率偏高。根据公司公告，瀚丰矿业原矿石设计生产能力为 26.40 万吨/年，其中立山矿区设计生产能力为 16.5 万吨/年，2018 年度产能利用率达到了 151%。东风矿区设计生产能力为 9.9 万吨/年，产能利用率在 75%以上。

表 17：瀚丰矿业矿石开采产能和产量

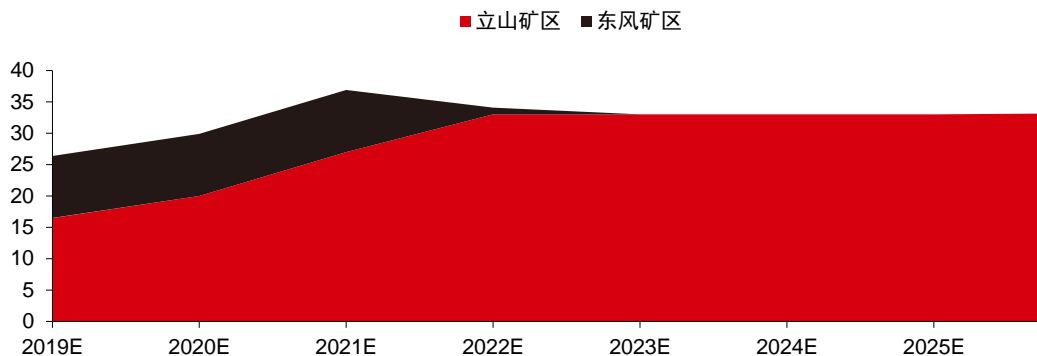
项目	矿山名称	2019H1	2018	2017
核定开采规模 (万吨)	立山矿	8.25	16.5	16.5
	东风矿	4.95	9.9	9.9
	合计	13.2	26.4	26.4
实际开采产量 (万吨)	立山矿	15.63	24.94	22.13
	东风矿	3.83	7.58	7.96
	合计	19.47	32.53	30.08
开采产能利用率 (%)	立山矿	189.45	151.15	134.12
	东风矿	77.37	76.57	80.4
	合计	123.22	113.94	75.49

资料来源：公司公告，中信证券研究部

东风矿区剩余可采年限 3.11 年，未来原矿石产量主要来源于立山矿区，至 2026 年整体产量预期稳定。受储量限制，东风矿区剩余可采年限为 3.11 年，预计到 2022 年中止开采，原矿石产量为 30.79 万吨，占比 11.87%，对未来产量影响较小。立山矿区剩余可采年限为 8 年，预计可开发至 2026 年前后，原矿石产量为 228.68 万吨，占比达到 88%。

公司已经完成立山矿区《矿产资源开发利用方案》的编制工作，预计于 2020 年上半年完成采矿证证载生产规模变更，公司规划产能将扩大至 33 万吨/年。受立山矿区产能扩大影响，瀚丰矿业整体产能预计将不会出现大幅波动，除 2021 年将达到相对高点以外，至 2026 年预期将贡献稳定的矿石产出。

图 52：瀚丰矿业原矿石产量预测



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

瀚丰矿业主要产品质量良好，受到市场欢迎，产销率长期维持高位。根据公司公告，公司的精粉产品质量稳定，伴有一定数量的贵金属，且精粉市场长期处于卖方市场。因此公司生产的精粉常常出现供不应求的情况，近三年来瀚丰矿业主要产品的产销率较高。

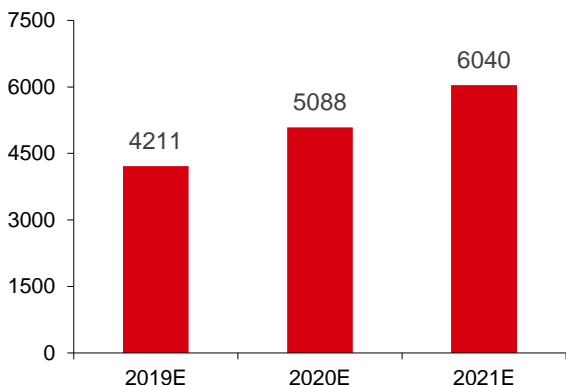
表 18：瀚丰矿业主要产品产量及产销率

主要产品	2019H1			2018			2017		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
锌精粉	7,791.33	7,657.73	98.29	20,455.36	21,181.79	103.55	14,460.71	14,152.72	97.87
铅精粉（含银）	1,634.10	1,342.68	82.17	3,614.27	4,060.92	112.36	2,296.37	1,573.51	68.52
铜精粉（含银）	1,127.01	1,419.06	125.91	2,777.85	2,504.96	90.18	1,619.55	1,412.64	87.22
合计	10,552.44	10,419.46	98.74	26,847.48	27,747.67	103.35	18,376.63	17,138.87	93.26

资料来源：公司公告，中信证券研究部

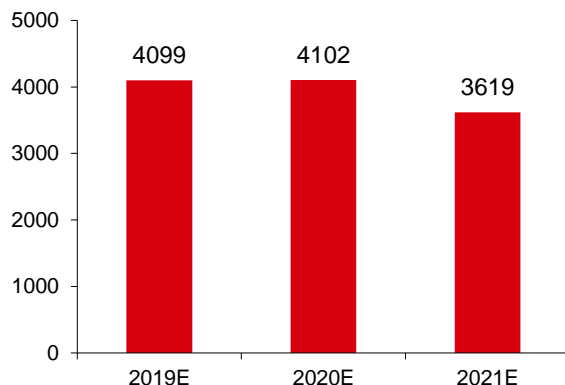
根据签订的业绩承诺协议，公司此次收购将获得受保障的业绩提升。根据公司与赵美光、瀚丰中兴、孟庆国等签订的《盈利预测补偿协议》及补充协议，赵美光、瀚丰中兴、孟庆国等承诺：瀚丰矿业在 2019 年、2020 年、2021 年三个会计年度扣除非经常性损益后归属母公司所有者的净利润应分别不低于 4211 万元、5088 万元、6040 万元；瀚丰矿业的采矿权资产在业绩承诺期实现的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 4099 万元、4102 万元、3619 万元。此举将使公司在未来业绩承诺期内获得受保障的业绩提升。

图 53：瀚丰矿业承诺归母净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 54：瀚丰矿业承诺采矿权资产净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 风险因素

金矿扩建和改建不及预期，外延并购不及预期，金价格波动风险。

■ 盈利预测及关键假设

关键假设

1. 金属价格：2019-2021 年黄金价格 1390/1550/1570 美元/盎司，2019-2021 年白银价格 16.2/18.8/19 美元/盎司，2019-2021 年铜价格 6000/6400/6500 美元/吨；

3. 矿产金产量：随着五龙黄金矿扩建项目投产和 Sepon 铜金矿的转产，预计 2019-2021 年公司矿产金产量为 1.8/4.0/8.0 万吨；

4. 阴极铜产量：随着 Sepon 铜金矿逐步进入开采末期，预计 2019-2021 年公司阴极铜产量为 6.95/4.5/0 万吨。

公司坐拥国内高品位优质矿山，五龙黄金扩产增储助力矿产金稳定释放，外延并购老挝最大有色矿山 Sepon 铜金矿，年内逐步转产黄金，公司黄金产量将达 10 吨量级。全球低利率环境下，欧洲经济复苏，美元指数走弱，预计 2020 年金价持续上行，年均价 1550 美元/吨。基于以上分析我们预判：公司 2019-2021 年营业收入分别为 56.2/56.5/49.1 亿元，公司盈利显著增长得益于外延并购带来的产量的快速增长与金价上行。

表 19：赤峰黄金主要业务盈利预测关键假设

	单位	2018	2019E	2020E	2021E
黄金					
总收入	百万元	534.59	718.17	1515.03	2634.16
总成本	百万元	365.08	363.63	687.71	1093.22
毛利	百万元	169.51	354.53	827.33	1540.95
毛利率	%	31.71%	49.37%	54.61%	58.50%

	单位	2018	2019E	2020E	2021E
白银					
总收入	百万元	829.30	1047.16	1082.72	1150.39
总成本	百万元	715.04	905.98	909.97	939.34
毛利	百万元	355.75	371.08	365.36	369.71
毛利率	%	42.90%	35.44%	33.74%	32.14%
电解铜					
收入	百万元	250.63	2,913.53	2,025.58	0.00
成本	百万元	219.62	2,406.72	1,605.05	0.00
毛利	百万元	31.01	506.81	420.52	0.00
毛利率	%	12.37%	17.40%	20.76%	-

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

盈利预测与估值

上述假设下，预测公司 2019-2021 年归母净利润为 2.55/4.95/8.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.16/0.29/0.49 元。公司主营业务为金矿采选及冶炼，参考 A 股从事黄金矿业的公司作为估值参考。考虑到金价上升周期，公司盈利迅速释放，给予公司 2020 年 34 倍 PE，对应未来一年目标价 10.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 20：赤峰黄金盈利预测与估值情况

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,587	2,153	5,619	5,652	4,912
营业收入增长率 YoY	22%	-17%	161%	1%	-13%
净利润(百万元)	274	-133	255	495	818
净利润增长率 YoY	-15%	-148%	N/A	94%	65%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.19	-0.09	0.16	0.29	0.49
毛利率	25%	20%	21%	28%	40%
净资产收益率 ROE	9.96%	-5.28%	7.77%	11.54%	16.01%
每股净资产(元)	1.77	1.62	2.11	2.76	3.28
PE	34.1	-71.9	39.4	22.0	13.3
PB	3.7	4.0	3.1	2.3	2.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 2 月 10 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,587	2,153	5,619	5,652	4,912
营业成本	1,953	1,733	4,464	4,054	2,944
毛利率	24.52%	19.50%	20.55%	28.28%	40.07%
营业税金及附加	32	36	157	141	123
销售费用	2	3	34	17	15
营业费用率	0.08%	0.16%	0.60%	0.30%	0.30%
管理费用	246	193	562	509	442
管理费用率	9.49%	8.95%	10.00%	9.00%	9.00%
财务费用	76	79	75	64	56
财务费用率	2.95%	3.67%	1.33%	1.13%	1.14%
投资收益	-56	-10	-11	-11	-11
营业利润	329	-93	424	804	1,333
营业利润率	12.71%	-4.32%	7.55%	14.22%	27.13%
营业外收入	1	3	0	1	1
营业外支出	1	2	7	2	1
利润总额	329	-92	418	803	1,333
所得税	46	21	104	201	333
所得税率	14.11%	-23.10%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	8	19	58	107	182
归属于母公司股东的净利润	274	-133	255	495	818
净利率	10.61%	-6.18%	4.54%	8.76%	16.65%

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	70	218	926	1,610	2,568
存货	1,512	2,043	2,046	1,916	1,355
应收账款	78	140	79	79	69
其他流动资产	519	359	642	637	535
流动资产	2,178	2,760	3,692	4,243	4,528
固定资产	1,580	3,077	3,387	3,742	4,284
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	299	1,168	1,051	946	852
其他长期资产	783	743	928	1,252	1,404
非流动资产	2,661	4,989	5,367	5,940	6,539
资产总计	4,839	7,748	9,059	10,183	11,067
短期借款	129	159	0	0	0
应付账款	168	335	473	520	419
其他流动负债	809	629	1,137	1,101	1,086
流动负债	1,106	1,123	1,610	1,622	1,506
长期借款	87	69	69	69	69
其他长期负债	816	3,730	3,730	3,730	3,730
非流动性负债	903	3,799	3,799	3,799	3,799
负债合计	2,009	4,922	5,409	5,420	5,305
股本	1,426	1,426	1,555	1,684	1,684
资本公积	230	219	600	981	981
归属于母公司所有者权益合计	2,753	2,520	3,285	4,290	5,108
少数股东权益	77	307	365	472	654
股东权益合计	2,830	2,827	3,650	4,762	5,762
负债股东权益总计	4,839	7,748	9,059	10,183	11,067

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	329	-92	418	803	1,333
所得税支出	-46	-21	-104	-201	-333
折旧和摊销	156	292	403	405	421
营运资金的变化	-912	-94	606	187	640
其他经营现金流	97	303	-120	33	-16
经营现金流合计	-378	387	1,202	1,227	2,045
资本支出	-238	-221	-777	-979	-1,020
投资收益	-56	-10	-11	-11	-11
其他投资现金流	51	-777	18	0	0
投资现金流合计	-243	-1,007	-770	-989	-1,031
发行股票	0	0	510	510	0
负债变化	937	407	-159	0	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-529	314	-75	-64	-56
融资现金流合计	408	721	277	446	-56
现金及现金等价物净增加额	-213	101	708	684	958

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	22.5%	-16.8%	161.0%	0.6%	-13.1%
营业利润增长率	-22.3%	-128.3%	N/A	89.4%	65.9%
净利润增长率	-14.6%	-148.5%	N/A	94.1%	65.1%
毛利率	24.5%	19.5%	20.5%	28.3%	40.1%
EBITDA Margin	21.6%	13.4%	14.9%	20.6%	33.1%
净利率	10.6%	-6.2%	4.5%	8.8%	16.6%
净资产收益率	10.0%	-5.3%	7.8%	11.5%	16.0%
总资产收益率	5.7%	-1.7%	2.8%	4.9%	7.4%
资产负债率	41.5%	63.5%	59.7%	53.2%	47.9%
所得税率	14.1%	-23.1%	25.0%	25.0%	25.0%
股利支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。