

投资评级 **优于大市** 维持

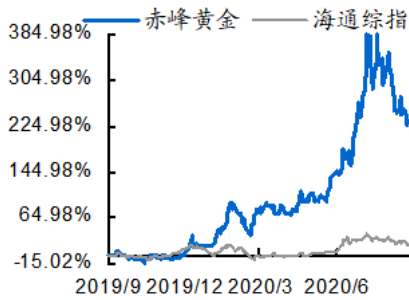
发布员工持股计划草案, 彰显高速发展信心

股票数据

09月28日收盘价(元)	17.33
52周股价波动(元)	4.07-25.40
总股本/流通A股(百万股)	1664/1426
总市值/流通市值(百万元)	28836/24719

相关研究

《黄金起舞, 涅槃重生》2020.06.09

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-20.1	0.3	40.5
相对涨幅(%)	-16.1	-1.2	30.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 施毅

Tel: (021) 23219480

Email: sy8486@htsec.com

证书: S0850512070008

分析师: 陈晓航

Tel: (021) 23154392

Email: cxh11840@htsec.com

证书: S0850519090003

分析师: 甘嘉尧

Tel: (021) 23154394

Email: gjy11909@htsec.com

证书: S0850520010002

分析师: 周慧琳

Tel: (021) 23154399

Email: zhl11756@htsec.com

证书: S0850519090001

联系人: 郑景毅

Tel: (021) 23154509

Email: zjy12711@htsec.com

投资要点:

- 公司发布员工持股计划草案, 总额不超过 10.4 亿元。**公司公告终止非公开发行并发布员工持股计划草案, 资金总额不超过 10.4 亿元, 总人数不超过 98 人, 其中王建华董事长等 8 位公司高管拟各持有份额 7.5% (约折合 7800 万元), 其余不超过 90 位高管拟总持有份额 40%。员工持股计划持股规模不超过 0.83 亿股。会委托机构成立信托计划管理, 募集资金金额不超过 20.8 亿元 (包括不超过 10.4 亿元的员工持股自筹资金), 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, 员工持股计划将全额认购劣后级份额。资金将全部用于二级市场购买 (包括集中竞价交易, 大宗交易及协议转让等方式) 公司股票。
- 业绩考核保持高速增长: 2020~2022 年矿产金产量分别不低于 4.5 吨、10 吨和 16 吨。**此次员工持股计划分三期解锁, 一期为 12 个月, 每期的解锁条件为 2020~2022 年矿产金产量分别不低于 4.5 吨、10 吨和 16 吨, 且 2020~2022 年金产量累计不低于 30.5 吨。考虑到 2019 年公司矿产金产量为 2.07 吨, 公司未来三年矿产金产量复合增速有望超过 98%。
- 海内外矿山项目进展顺利。**我们认为这次员工持股计划彰显了管理层对公司高速发展的信心。与非公开发行方案相比, 王建华董事长等高管每人拟认购金额从 2400 万元提高到约 7800 万元, 同时还增加了其他 90 位员工超过 4 亿元的认购持股, 公司经营和员工利益进一步实现统一。同时公司近期海内外矿山项目进展顺利。8 月 28 日塞班原生金矿处理系统顺利投产, 标志塞班金矿进入黄金产量高速增长期; 9 月 8 日丹东市政府和赤峰黄金举行五龙矿业投资扩能项目签约仪式, 逐步向五龙矿业投资 10 亿元左右, 地方政府给予全力支持。
- 盈利预测与估值。**我们重申关于赤峰黄金的推荐逻辑: 1、高成长性: 矿产金产量有望成倍提升, 收购的 Sepon 金矿资源量大幅增长。我们认为公司在收购 Sepon 铜金矿后发生了质变, 有望跻身国内一线黄金龙头。2、聚焦黄金: 公司在王建华董事长的带领下, 确定了“聚焦黄金矿业”的发展方向和经营宗旨。我们认为随着公司黄金业务占比的提高, 将更大程度受益黄金价格的上涨。我们预计公司 2020~2022 年 eps 分别为 0.35 元、0.93 元、1.61 元, 参考可比公司估值给予公司 2021 年 26~28 倍 PE, 对应合理价值区间 24.24~26.10 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**公司未来黄金增量主要靠 Sepon 矿贡献, 增储效果、采选生产进度不及预期都会对业绩形成负面影响。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2364	6068	6774	8468	11124
(+/-)YoY(%)	-8.6%	156.7%	11.6%	25.0%	31.4%
净利润(百万元)	-51	188	580	1551	2673
(+/-)YoY(%)	-118.7%	467.0%	208.4%	167.6%	72.3%
全面摊薄 EPS(元)	-0.03	0.11	0.35	0.93	1.61
毛利率(%)	23.2%	20.1%	25.1%	38.2%	45.9%
净资产收益率(%)	-1.9%	6.4%	16.0%	29.9%	34.0%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 赤峰黄金分业务盈利预测 (万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
黄金					
销售收入	53459	83254	197804	515584	780613
销售成本	36508	46517	95609	230968	300445
毛利	16951	36737	102195	284616	480168
毛利率	31.71%	44.13%	51.66%	55.20%	61.51%
电解铜					
销售收入	25063	294249	190000	40000	40000
销售成本	21962	238366	156408	31282	31282
毛利	3101	55882	33592	8718	8718
毛利率	12.37%	18.99%	17.68%	21.80%	21.80%
白银					
销售收入	82930	108508	174843	182174	188207
销售成本	71504	96741	157359	168161	181236
毛利	11426	11766	17484	14013	6971
毛利率	13.78%	10.84%	10.00%	7.69%	3.70%
其他主营业务					
销售收入	74920	120836	114794	109054	103601
销售成本	51590	103169	98011	93110	88455
毛利	23331	17666	16783	15944	15146
毛利率	31.14%	14.62%	14.62%	14.62%	14.62%
主营业务销售收入	236372	606846	677441	846813	1112421
主营业务销售成本	181563	484794	507387	523521	601418
主营业务毛利	54809	122052	170054	323292	511004
主营业务毛利率	23.19%	20.11%	25.10%	38.18%	45.94%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
600547	山东黄金	1046	0.42	0.58	0.75	77.67	43.46	34.02	1.44	4.35
600489	中金黄金	487	0.05	0.23	0.35	169.60	43.15	28.74	1.07	3.04
	均值					123.63	43.53	31.55	1.26	3.71

注: 收盘价为 2020 年 9 月 28 日价格, EPS 为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	6068	6774	8468	11124
每股收益	0.11	0.35	0.93	1.61	营业成本	4848	5074	5235	6014
每股净资产	1.77	2.18	3.11	4.72	毛利率%	20.1%	25.1%	38.2%	45.9%
每股经营现金流	0.52	1.28	2.22	2.52	营业税金及附加	167	167	254	334
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	2.7%	2.5%	3.0%	3.0%
价值评估 (倍)					营业费用	46	42	46	56
P/E	143.90	46.67	17.44	10.12	营业费用率%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%
P/B	9.19	7.45	5.22	3.44	管理费用	342	457	550	723
P/S	4.17	3.99	3.19	2.43	管理费用率%	5.6%	6.8%	6.5%	6.5%
EV/EBITDA	5.25	8.06	6.56	4.25	EBIT	592	934	2265	3840
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	227	143	77	58
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.7%	2.1%	0.9%	0.5%
毛利率	20.1%	25.1%	38.2%	45.9%	资产减值损失	-28	-18	-12	-14
净利润率	3.1%	8.6%	18.3%	24.0%	投资收益	-10	-17	-19	-25
净资产收益率	6.4%	16.0%	29.9%	34.0%	营业利润	374	837	2239	3858
资产回报率	2.4%	5.9%	15.5%	20.6%	营业外收支	-72	0	0	0
投资回报率	8.6%	10.2%	23.7%	28.6%	利润总额	302	837	2239	3858
盈利增长 (%)					EBITDA	1674	3591	4154	5985
营业收入增长率	156.7%	11.6%	25.0%	31.4%	所得税	93	257	688	1185
EBIT 增长率	151.4%	57.8%	142.5%	69.5%	有效所得税率%	30.7%	30.7%	30.7%	30.7%
净利润增长率	467.0%	208.4%	167.6%	72.3%	少数股东损益	21	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	188	580	1551	2673
资产负债率	57.9%	59.4%	44.9%	36.8%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	2.18	1.74	3.36	4.40	货币资金	531	500	910	2731
速动比率	0.66	0.45	1.15	2.16	应收账款及应收票据	139	239	264	362
现金比率	0.35	0.18	0.60	1.53	存货	2207	3455	3171	3793
经营效率指标					其它流动资产	470	713	754	975
应收帐款周转天数	8.38	12.80	11.32	11.81	流动资产合计	3348	4907	5099	7861
存货周转天数	166.18	248.51	221.07	230.22	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.78	0.69	0.85	0.86	固定资产	2925	3323	3537	3813
固定资产周转率	2.07	2.04	2.39	2.92	在建工程	234	299	358	419
					无形资产	650	594	383	225
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	4436	4845	4908	5086
净利润	188	580	1551	2673	资产总计	7785	9752	10007	12947
少数股东损益	21	0	0	0	短期借款	385	1265	0	0
非现金支出	1104	2675	1901	2159	应付票据及应付账款	467	638	607	717
非经营收益	208	59	55	43	预收账款	34	49	56	76
营运资金变动	-655	-1191	187	-674	其它流动负债	649	861	854	992
经营活动现金流	867	2123	3695	4200	流动负债合计	1535	2814	1517	1785
资产	-434	-3083	-1963	-2336	长期借款	38	38	38	38
投资	50	0	0	0	其它长期负债	2937	2937	2937	2937
其他	-4	-17	-19	-25	非流动负债合计	2975	2975	2975	2975
投资活动现金流	-389	-3099	-1982	-2361	负债总计	4510	5789	4492	4760
债权募资	503	880	-1265	0	实收资本	1555	1664	1664	1664
股权募资	0	109	0	0	归属于母公司所有者权益	2943	3632	5183	7856
其他	-349	-43	-37	-18	少数股东权益	332	332	332	332
融资活动现金流	154	946	-1303	-18	负债和所有者权益合计	7785	9752	10007	12947
现金净流量	197	-31	410	1821					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

施毅 有色金属行业
 陈晓航 有色金属行业
 甘嘉尧 有色金属行业
 周慧琳 钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：久立特材,方大特钢,赤峰黄金,赣锋锂业,博威合金,新钢股份,雅化集团,万顺新材,华菱钢铁,鄂尔多斯,紫金矿业,永兴材料,川能动力,沙钢股份,安宁股份,宝钢股份,中信特钢,太钢不锈,天华超净,华友钴业,四通新材,菲利华,南钢股份,银泰黄金,盛达资源,洛阳钼业,中矿资源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。