



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

聚焦黄金主业，受益量价齐升

—— 赤峰黄金（600988.SH）深度报告

2020年05月07日

姓 名 娄永刚 首席分析师
黄礼恒 分析师

聚焦黄金主业，受益量价齐升

2020年05月07日

本期内容提要：

- ◆ **公司逐步聚焦金矿资源开采主业。**公司成立于2005年，2013年借壳ST宝龙上市。公司目前主要从事黄金、有色金属采选及资源综合回收利用业务，主要产品为黄金、白银、电解铜等。近期公司拟剥离资源回收等非矿资产，未来逐步聚焦金矿资源开采主业，在王建华先生的带领下，深耕黄金矿山产业。随着金价持续上涨及公司黄金业务内生、外延同步扩张，公司业绩将进入快速增长期。
- ◆ **周期底部收购的 Sepon 金矿进入变现期。**公司在国内拥有吉隆矿业、华泰矿业、五龙黄金三家金矿采选全资子公司，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；海外控制万象矿业所辖 Sepon 铜金矿，其拥有金矿资源量约103吨。公司收购万象矿业后，虽然其铜矿即将开采完毕，但是金矿仍有很大开发价值，且经过公司后续勘探，目前黄金储量已翻倍，生产规模也将翻倍，叠加金价持续上涨（2018年收购至今 SHFE 黄金价格涨幅超过40%），万象矿业当前估值较收购时估值升值超过80%。Sepon 金矿露天采矿工作2月份已经开始，氧化矿处理系统预计6月左右投入运营，原生矿处理系统预计8月之前投入运营，项目达产后，金矿生产规模将达到约300万吨/年矿石量。Sepon 金矿即将进入变现期，也将成为公司未来几年主要的黄金增量贡献矿山。
- ◆ **黄金将开启中长期上升通道。**在各国央行大幅下调基准利率，叠加各国财政政策“大放水”，料将会带来新冠疫情得到控制后通货膨胀预期的持续性回升。同时疫情对于全球经济的破坏短期内难以修复，央行调升基准利率概率较小。基准利率徘徊至低位叠加通胀预期将持续性回升，金价中长期上行趋势基本定调。短期波动来看，目前新冠疫情还未得到全面控制，原油价格仍在低位徘徊，受流动性担忧及恐慌情绪扰动，资金将在现金及黄金间摆动。我们预计，随着未来原油基本面的改善以及疫情蔓延趋势得到缓解，资金最终将“投票”黄金，黄金价格有望继续上涨。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**预计公司2020-2022年EPS分别为0.24、0.47、0.64元/股，对应当前股价的PE分别为34、18、13倍。根据Wind一致预期，可比公司PE（2020）均值为34.1倍，考虑到公司未来受益于五龙黄金扩产以及 Sepon 铜金矿项目投产后预期增量显著，我们认为给予公司2020年40倍PE较为合理，对应合理价值为9.79元/股。同时考虑公司未来成长性较好及预期金价持续上涨，2021年PE仅18倍，远低于Wind一致预期中行业2021年28倍的平均水平，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**金价上涨和公司黄金产量如期提升。
- ◆ **风险因素：**黄金价格大幅下降；五龙矿业技改以及 Sepon 金矿产量释放不及预期。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

证券研究报告

公司研究——深度研究

赤峰黄金（600988.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

赤峰黄金相对沪深300表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.05.07）

收盘价（元）	8.35
52周内股价波动区间（元）	4.12-9.28
最近一月涨跌幅（%）	-2.7
总股本（亿股）	16.64
流通A股比例（%）	76.58
总市值（亿元）	138.60

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

姜永刚 金属&新材料行业首席分析师
执业编号：S1500520010002
联系电话：+86 10 83326716
邮箱：jiuyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业分析师
执业编号：S1500520040001
邮箱：huangliheng@cindasc.com

联系人：
董明斌
邮箱：dongmingbin@cindasc.com

云琳
邮箱：yunlin@cindasc.com

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,153.12	6,068.46	5,876.64	6,663.29	6,119.33
增长率 YoY %	-16.77%	181.85%	-3.16%	13.39%	-8.16%
归属母公司净利润(百万元)	-133.05	188.01	407.32	784.20	1,065.95
增长率 YoY%	-148.49%	-	116.64%	92.53%	35.93%
毛利率%	19.50%	20.11%	20.70%	27.64%	35.84%
净资产收益率 ROE%	-5.05%	6.88%	12.48%	19.72%	21.75%
EPS(摊薄)(元)	-0.08	0.11	0.24	0.47	0.64
市盈率 P/E(倍)	-104	74	34	18	13
市净率 P/B(倍)	5.51	4.72	3.88	3.18	2.56

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 05 月 06 日收盘价

目 录

专注黄金矿山，业绩快速增长.....	1
立足黄金，稳存量拓增量	1
产量逐步恢复，净利润扭亏为盈	5
新帅掌舵，未来可期	7
公司逐步聚焦金矿资源开采主业.....	10
公司金矿资源储备较为丰富	10
金矿当前主力是吉隆矿业，未来重点关注万象矿业和五龙矿业增量	11
黄金量价齐升，助力业绩稳步增长	16
剥离非矿资产，聚焦黄金业务	18
黄金将开启中长期上升通道.....	19
避险情绪推升金价至 1751.6 美元/盎司高点.....	19
基本面整体向好，中长期托底金价	22
名义利率托底，金价中长期上涨趋势确定.....	23
名义利率托底，通货膨胀率决定金价“高度”	26
盈利预测与估值	33
盈利预测.....	33
相对估值与投资评级	35
风险因素	36

表 目 录

表 1: 赤峰黄金子公司情况（截至 2020 年 5 月 7 日）	3
表 2: 公司金矿资源情况	10
表 3: 公司主要矿产开发子公司 2019 年盈利情况（单位：万元）	11
表 4: 万象矿业当前估值与公司收购时估值对比	14
表 5: 万象矿业 DCF 估值法当前估值水平	15
表 6: 瀚丰矿业资源情况	16
表 7: 万象矿业电解铜生产情况	17
表 8: 美国新冠疫情爆发以来量化宽松政策	25
表 9: 赤峰黄金盈利预测	34
表 10: 赤峰黄金可比公司估值对比（截至 2020 年 5 月 7 日）	35
表 11: 可比黄金公司吨矿市值对比（截至 2020 年 5 月 7 日）	35
表 12: 赤峰黄金 2020 年业绩弹性测算（截至 2020 年 5 月 7 日）	36

图 目 录

图 1: 赤峰黄金并购发展之路（2012-2020）	2
图 2: 赤峰黄金股权结构结构图（截至 2020 年 5 月 7 日）	4
图 3: 赤峰黄金与其他黄金公司单位黄金生产成本对比（元/g）	4
图 4: 赤峰黄金与其他黄金公司黄金板块毛利率对比（%）	5
图 5: 公司营业收入情况（亿元）	5
图 6: 公司归母净利润情况（亿元）	6
图 7: 公司经营利润率情况（%）	6
图 8: 公司各产品营收结构（万元）	6
图 9: 公司各产品毛利率情况（%）	6
图 10: 公司各产品毛利结构（万元）	7
图 11: 2006-2013 年期间山东黄金股价变动与 COMEX 金价变动关系（右，美元/盎司）	8
图 12: 2013-2016 年期间紫金矿业股价变动与 COMEX 金价变动关系（右，美元/盎司）	9
图 13: 公司主力金矿 2018 年生产情况（单位：万吨）	11
图 14: 万象矿业股权结构（截至 2020 年 5 月 7 日）	13
图 15: 公司矿产金成本优化、产量提升	13
图 16: 公司矿产金毛利率大幅提升	17
图 17: 2018-2019 年公司矿产金成本结构	17
图 18: 2019 年公司矿产铜成本结构	18
图 19: 雄风环保与广源科技经营状况（万元）	18
图 20: 赤峰黄金与北京瀚丰联合科技有限公司为同一实际控制人	19
图 21: 主要国家新型冠状病毒确诊人数（累计值）（人）	20
图 22: Comex 黄金价格变动情况（美元/盎司）	20
图 23: VIX 变动情况	21
图 24: S&P500 变动情况	21
图 25: 美元指数变动情况	21
图 26: 黄金需求变动情况（吨）	22
图 27: 新冠疫情以来全球主要国家降息幅度(bp)	24
图 28: 部分国家基准利率（%）	24
图 29: 美债收益率与金价相关性（左，美元/盎司；右，%）	26
图 30: 美债收益率与通货膨胀走势（%）	26
图 31: 美债名义收益率与通货膨胀增长幅度（%）	26
图 32: 部分疫情重点国家新增确诊人数到达顶峰后数据追踪	27
图 33: 全球累计确诊人数及各国主要复工措施	28
图 34: 原油价格波动情况	29
图 35: 库欣原油满库率（%）	29
图 36: 部分原油生产国采油现金成本（美元/桶）	30
图 37: 美元指数与黄金价格相关性（亿美元，左）	31
图 38: 美元指数与石油相关性（美元/桶，左）	31
图 39: 原油可作为判断资本趋势的观察指标	32

专注黄金矿山，业绩快速增长

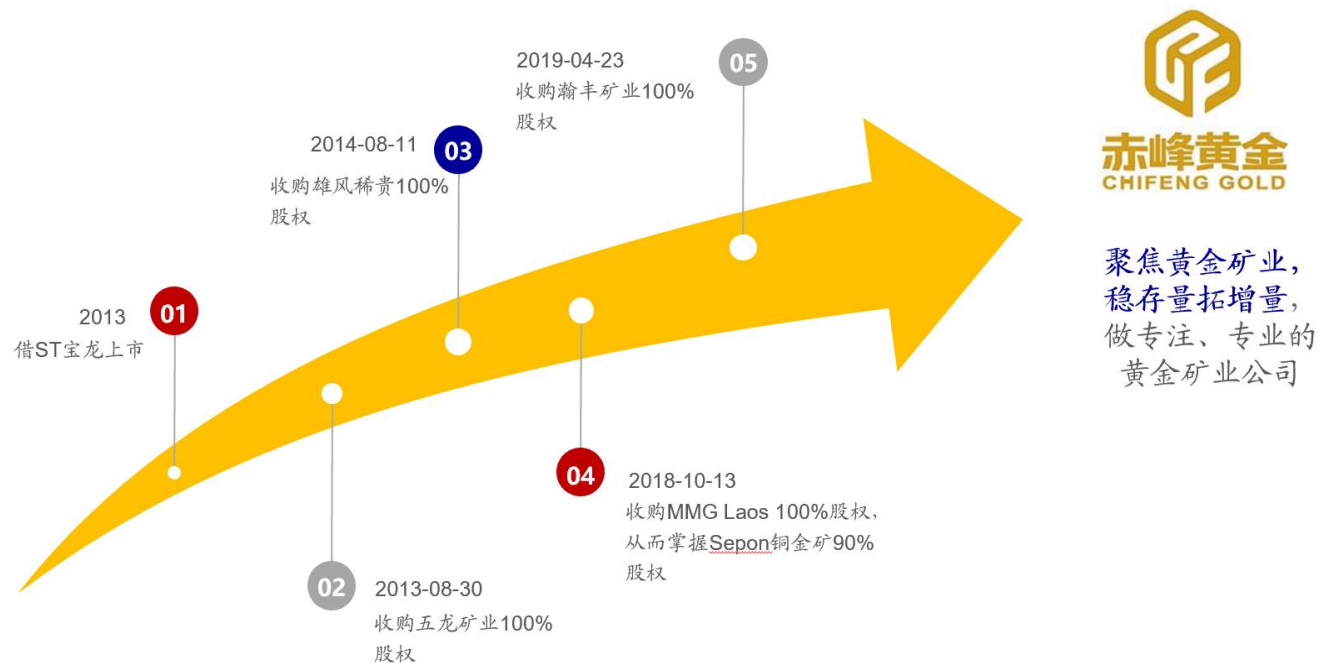
立足黄金，稳存量拓增量

赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司位于内蒙古自治区赤峰市，成立于 2005 年，注册资本 16.64 亿元，2013 年公司借壳 ST 宝龙成功上市。公司目前主要从事黄金、有色金属采选及资源综合回收利用业务，主要产品为黄金、白银、电解铜、铋、钼等多种贵金属、有色金属及其合金。

公司目前拥有采矿业及资源综合回收利用两个板块业务，其中采矿业业务中子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙黄金从事黄金采选业务；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。公司采矿业业务拥有独立的黄金矿山和完整的产业链条，公司所属矿业子公司均为探矿、采矿、选矿一体化的矿山企业，境内黄金、有色金属矿业企业开采方式均为地下开采。

公司资源综合回收利用板块中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。为进一步集中公司资源，聚焦黄金矿业主业，据公司 2020 年 4 月 29 日第七届董事会议，公司拟剥离其持有的雄风环保及广源科技全部股权（雄风环保 100%，广源科技 55%），若此次交易成功，将进一步稳固公司黄金矿业主业。

图 1：赤峰黄金并购发展之路（2012-2020）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

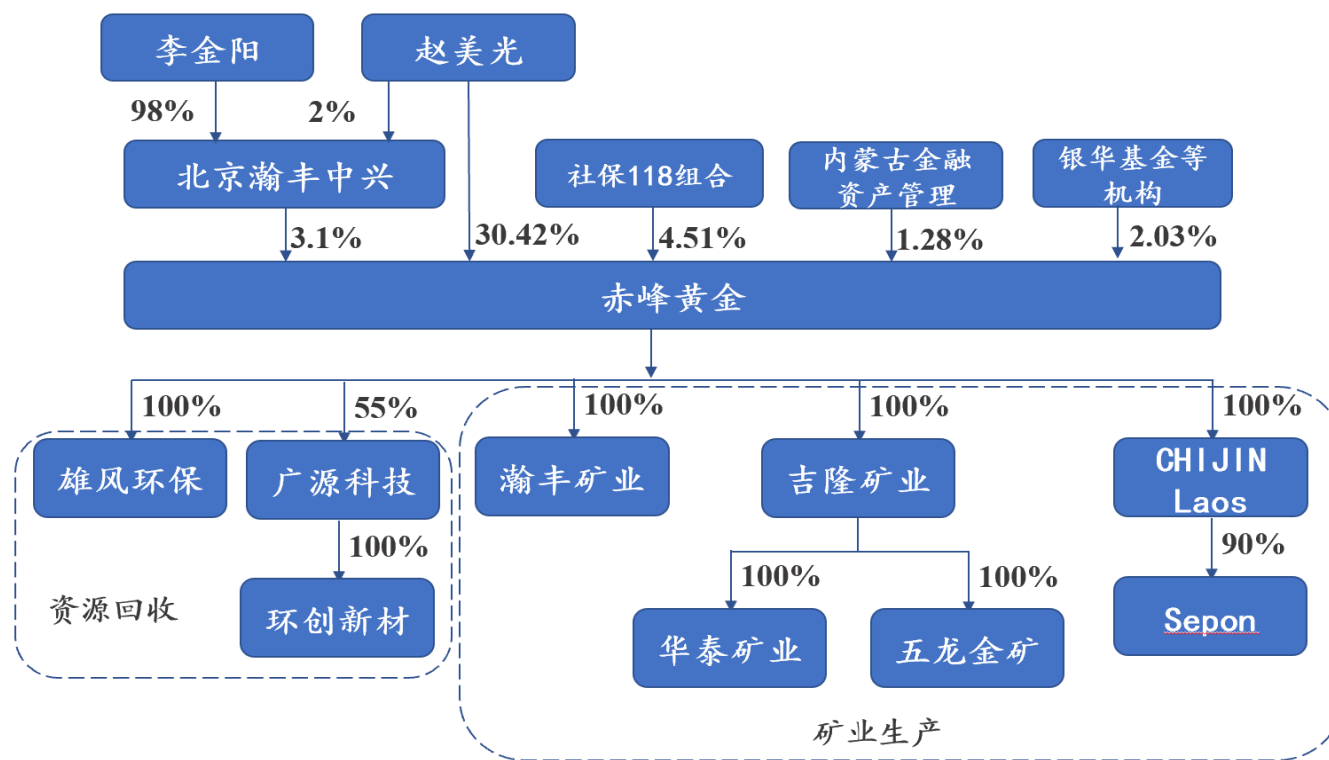
表 1：赤峰黄金子公司情况（截至 2020 年 5 月 7 日）

子公司名称	主营业务	持股比例
赤峰吉隆矿业有限责任公司	黄金开采	100%
赤峰华泰矿业有限责任公司	黄金开采	100%
辽宁五龙黄金矿业有限责任公司	黄金开采	100%
吉林瀚丰矿业科技有限公司	有色金属采选	100%
郴州雄风环保科技有限公司	有色金属资源综合回收利用	100%
安徽广源科技发展有限公司	废弃电器电子产品拆解	55%
赤金（天津）地质勘查技术有限公司	服务业	60%
MMG LAOS HOLDINGS LIMITED	投资	100%
LANE XANG MINERALS LIMITED	铜金矿开采及冶炼	100%
赤金国际（香港）有限公司	投资及投资管理	100%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

赤峰黄金公司大股东赵美光先生，合计持有公司 32.42% 股权，为公司实际控制人。公司在收购瀚丰矿业股权时，分别引入社保一一八，内蒙古金融资产管理以及银华基金等战略合作伙伴，共持有公司股权约 7.82%，战略投资者的引进，将为公司的长足发展助力。

图 2: 赤峰黄金股权结构结构图 (截至 2020 年 5 月 7 日)

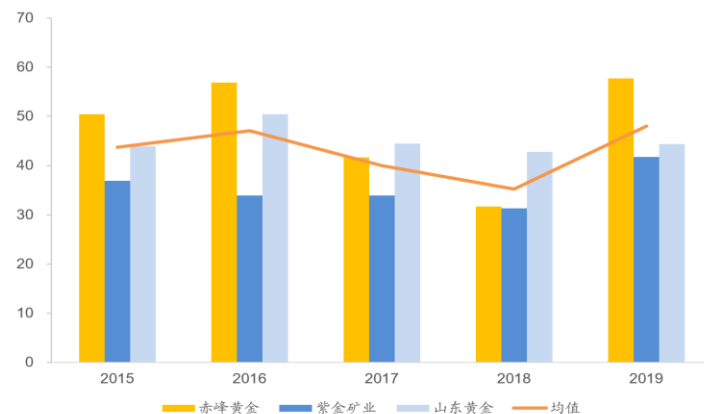


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

产量逐步恢复，净利润扭亏为盈

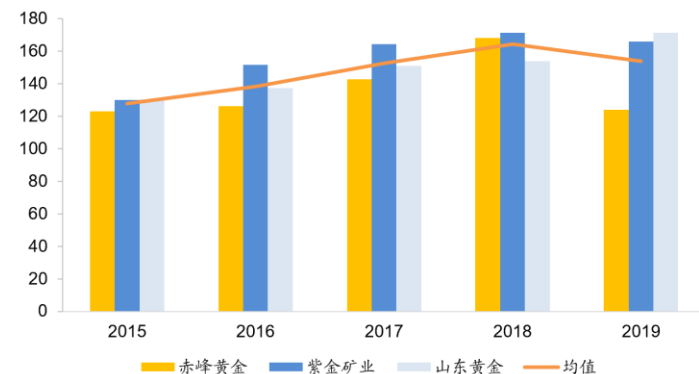
从盈利能力来看，公司所属国内黄金矿山的平均品位约为 10g/吨，属于国内当前少有的高品位富矿床，高于其他黄金企业矿山品位。因此，相比同类黄金矿山企业，公司黄金生产的单位成本较低（根据各公司年报测算，除 2018 年赤峰黄金受吉隆矿业及华泰矿业脱氰工艺改造影响，单位成本有所上升（由 2017 年 143g/吨上升至 168g/吨），公司黄金的单位生产成本均低于紫金矿业及山东黄金生产成本）。较高的矿石品位，使得公司黄金板块毛利率维持在 47%左右，高于行业 43%的黄金板块毛利率。

图 3：赤峰黄金与其他黄金公司单位黄金生产成本对比（元/g）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 4：赤峰黄金与其他黄金公司黄金板块毛利率对比（%）



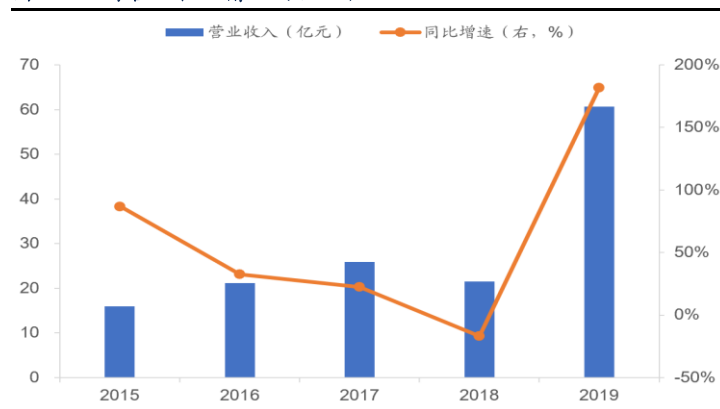
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

公司营业收入随着公司规模的不扩大而持续增长，2018 年受子公司雄风环保《危险废物经营许可证》办理延迟以及所在工业园区配套设施建设滞后，子公司吉隆矿业、华泰矿业脱氰工艺改造，致使选厂停产一个月左右，黄金产量有所下滑，公司正常经营活动受到影响。2019 年，随着公司收购万象矿业及瀚丰矿业合并财务报表，雄风环保已办理《危险废物经营许可证》并恢复正常运营活动，吉隆矿业及华泰矿业脱氰工艺改造完成，营业收入较 2018 年有明显回升，2019 年公司营业收入为 60.68 亿元，同比上升 182%。

净利方面，公司毛利润自 2016 年开始下滑，一方面，因为前期黄金价格下跌，公司为满足生产经营要求更多地采选高品位矿石，积压了大量低品位矿石，随着 2016 年黄金价格有所回暖，公司适度加大了贫矿的采选量，低品位矿石的采选提高了采选成本，进而压缩了公司毛利；另一方面，由于前期公司黄金矿山以生产性任务为主，探矿工程欠账较多，导致三级矿量（指开拓矿量、采准矿量和备采矿量）不平衡，为扭转黄金矿山企业的不利状况，保障公司经营的可持续发展，公司调整经营策

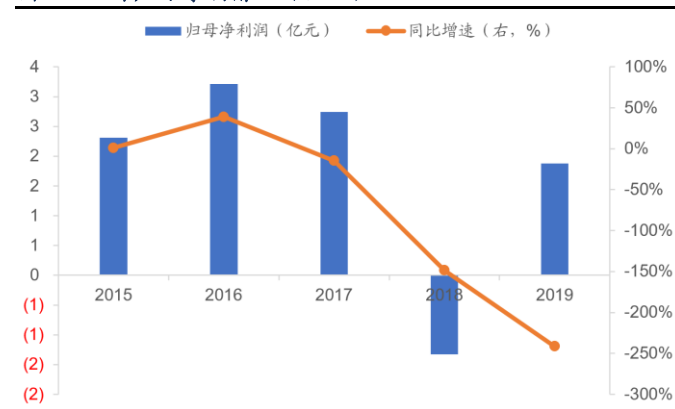
略，有计划地降低矿山生产性任务，加大探矿增储力度。五龙黄金、华泰矿业、吉隆矿业自 2015 年至 2018 年先后逐渐增加探矿工程，陆续实施了深部储量核实和生产勘探，探矿工程量增加，但是各矿山主运输巷道的运输能力是有限的，均处于饱和运行状态。受运输能力限制，探矿工程的增加压缩了采矿的作业量，使得公司黄金产量有所下滑，毛利润下降，公司盈利能力有所下降。公司 2019 年净利润为 1.88 亿元，矿产金产量由 1.5 吨上升至 2.07 吨，上升幅度 38%，净利润扭亏为盈，经营业绩增长较为显著。

图 5：公司营业收入情况（亿元）



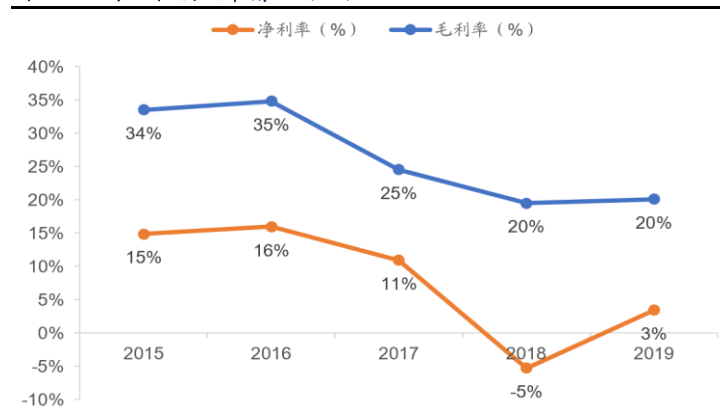
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：公司归母净利润情况（亿元）



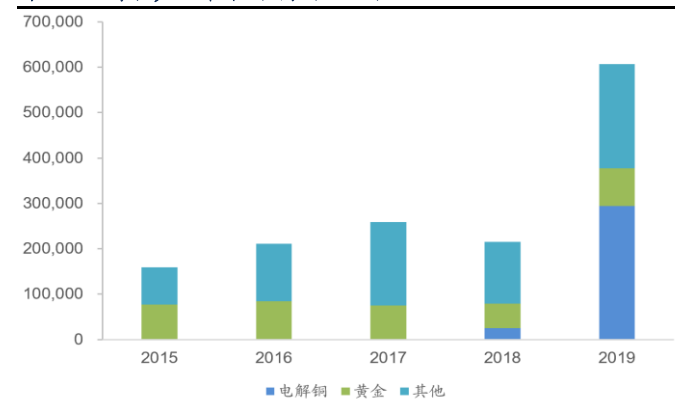
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：公司经营利润率情况（%）

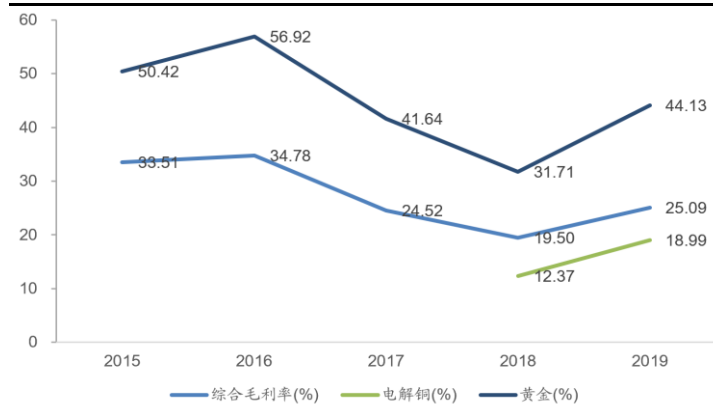


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

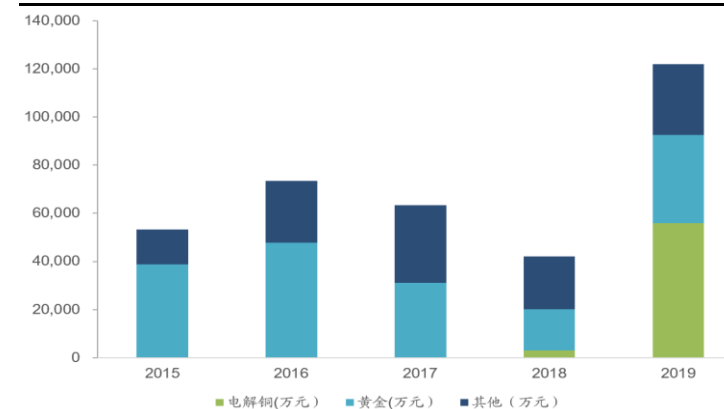
图 8：公司各产品营收结构（万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9: 公司各产品毛利率情况 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 10: 公司各产品毛利结构 (万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

新帅掌舵，未来可期

公司于 2019 年 12 月 21 日聘任王建华先生为公司董事长，王建华先生于 2006 年至 2013 年任山东黄金集团董事长、2013 至 2016 年任职紫金矿业集团总裁、2018 至 2019 年担任云南白药控股有限公司董事长职位，掌舵过 3 家千亿级市值企业，具有管理大型企业集团的丰富经验，在矿业界乃至企业界具有较高的知名度和威望。

在其主持山东黄金集团工作任务期间，山东黄金股份有限公司先后并购了山东归来庄矿业有限公司等优质金矿公司，公司矿产金年产量由 5.15 吨显著提升至 26 吨，增长幅度近 4 倍。同时，随着公司产量的上升，山东黄金营业收入也由 36 亿上升至 461.6 亿元，增长幅度近 12 倍。

图 11：2006-2013 年期间山东黄金股价变动与 COMEX 金价变动关系（右，美元/盎司）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

在担任紫金矿业总裁期间，王建华先生先后主持并参与了卡尔古利矿业有限公司(简称 KMC)，刚果金卡莫阿铜矿等对于紫金矿业今后发展具有重要意义的国际矿业公司的并购活动，在其任职期间紫金矿业矿产金年产量由 31.7 吨提升至 42.5 吨，增长幅度 34.3%。同时，随着公司对外加强外延并购，对内加强公司精细化管理，紫金矿业营业收入由 497 亿元增长至 788.5 亿元，增长 58%。

图 12: 2013-2016 年期间紫金矿业股价变动与 COMEX 金价变动关系 (右, 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从两家上市公司的成长历程不难看出, 外延通过并购扩大公司资源储量, 内部提高公司精细化管理的治理政策, 可为公司的亮眼业绩提供保障。王建华先生在接手赤峰黄金董事长“接力棒”后, 带领管理层转变观念, 并强调公司未来对内要以五龙矿业为核心“建大矿, 上规模”, 对外强调 Sepon 矿区“一体两翼”发展策略, 要做专注、专业的黄金公司。

同时, 为进一步完善公司与核心管理层的利益共享机制, 公司拟通过非公开发行的方式向核心管理层发行合计约 348.5 万股, 使核心管理层的利益与公司的发展更紧密地结合, 为实现公司发展战略和股东利益最大化的目标打下坚实的基础。

接下来, 我们认为王建华先生以及其他有丰富管理经验的管理人加盟公司管理层, 并且公司通过利益共享机制与管理层的联系进一步加深, 与公司利益紧密联系的优秀管理层将为公司带来一个值得期待的未来。

公司逐步聚焦金矿资源开采主业

公司金矿资源储备较为丰富

公司在国内的黄金采矿业务主要由吉隆矿业、华泰矿业、五龙黄金三家子公司负责运营，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。公司境外子公司万象矿业所辖 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，拥有金矿资源量约 330 万盎司（约 103 吨）。另外公司 2019 年收购了瀚丰矿业 100% 股权，瀚丰矿业为锌铅铜钼多金属矿业企业，拥有 2 宗采矿权和 2 宗探矿权。总体上看，公司战略聚焦金矿采选，拥有较为丰富的金矿资源储备。

表 2：公司金矿资源情况

权益	子公司	矿区名称	矿权	矿石储量（万吨）	平均品位（克/吨）	黄金资源量（吨）	可采年限（年）	产能（万吨/年）
100%	吉隆矿业	撰山子矿区	采矿权	45.79	14.39	53.25	4	12
		撰山子金矿外围勘探	探矿权					
		撰山子金矿四采区勘探	探矿权	1.22	9.68			
		撰山子金矿五采区勘探	探矿权	9.15	12.18			
		撰山子金矿六采区勘探	探矿权	17.27	12.81			
		撰山子金矿七采区勘探	探矿权	17.72	12.88			
		另外还有 3 宗探矿权						
		红花沟一采区	采矿权	106	7.46		26	3.89
		莲花山五采区	采矿权	20	9.49		6	3
		莲花山 3、7 号脉	采矿权	41.76	11.46		13	3
100%	华泰矿业	红花沟 86 号脉	采矿权	40.14	5.28	53.25	13	3
		莲花山 26 号脉	采矿权	34.82	9.11		11	3
		彭家沟矿区	采矿权	43.36	5.79		14	3
		另外有 6 宗探矿权						
		乌龙黄金	采矿权	200.82	6.62		20	10
		里滚子金矿详查	探矿权	22.16	5.77			
90%	万象矿业 (LXML)	Sepon 铜金矿	采矿权	2500	4.1	103		300
			探矿权					

资料来源：2019 年报，公司债券评级报告，信达证券研发中心

金矿当前主力是吉隆矿业，未来重点关注万象矿业和五龙矿业增量

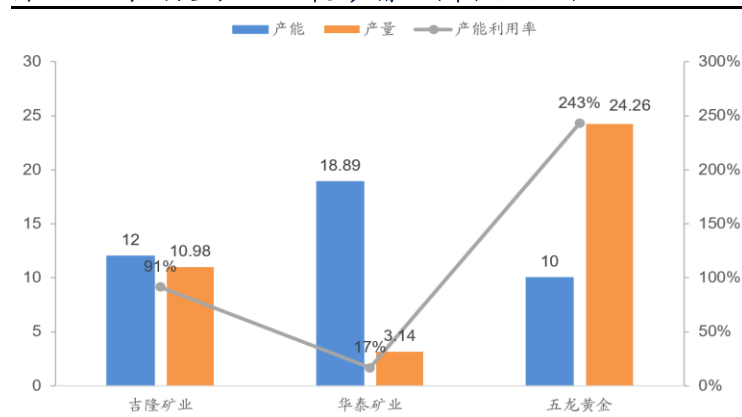
公司原有主力矿山为吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业，均为金矿采选；2018 年收购万象矿业，主营金铜矿，预计 2020 年完成铜矿资源开采后转向金矿开采；2019 年收购瀚丰矿业，主营铅锌多金属矿，整体储量较小。公司未来发展仍将专注黄金矿山的开采与冶炼，聚焦海内外优质黄金矿山资源，坚定不移地发展黄金矿业主业。从 2019 年子公司盈利数据看，吉隆矿业和万象矿业业绩贡献最大，华泰矿业因各矿区较为分散，无法形成规模化作业，同时因品位下降导致产能利用率较低，因此单位成本较高，盈利较差。五龙矿业受探矿增储及分摊溢价收购的采矿权增值影响，业绩也较差。随着金价上涨，华泰矿业和五龙矿业盈利能力有望大幅提升。值得重点关注的是，万象矿业将成为公司未来黄金产量的主要增长源。

表 3：公司主要矿产开发子公司 2019 年盈利情况（单位：万元）

公司名称	主营业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
吉隆矿业	黄金采选	114,954	80,281	30,129	10,982
华泰矿业	黄金采选	26,762	15,865	4,683	-29
五龙矿业	黄金采选	85,637	56,832	26,011	157
万象矿业	金铜采选	424,139	226,971	296,305	14,226
瀚丰矿业	锌铅铜钨等采选	27,468	25,023	15,178	4,696

资料来源：2019 年报，信达证券研发中心

图 13：公司主力金矿 2018 年生产情况（单位：万吨）



资料来源：公司债券评级报告，信达证券研发中心

吉隆矿业：公司金矿生产主力之一

吉隆矿业成立于 2005 年 10 月，下属撰山子金矿一直是公司主力矿山，包括 7 个采区，原采矿证范围包括一、二、三采区，已开采多年，目前采选产能为 12 万吨/年，剩余开采年限 4 年。目前公司正在申请撰山子金矿(四、五、六、七矿段)采矿权，以保证该矿山持续稳定生产。根据采矿权评估报告，四、五、六、七矿段保有矿石量 37.29 万吨，金金属量 5046 千克、银金属量 6192 千克，金品位 13.53 克/吨、银品位 16.60 克/吨；设计采矿回采率 92%，矿石贫化率 35%，生产规模 6.00 万吨/年，实际服务年限 8.32 年。另外矿区外围仍具有一定增储潜力。

华泰矿业：公司金矿生产主力之二

华泰矿业成立于 2005 年 1 月，2010 年吉隆矿业购买其 100% 股权。华泰矿业拥有 6 宗采矿权和 6 宗探矿权，矿山已开采多年。2003 年，红花沟金矿已有矿脉基本上已开采殆尽，近年来华泰矿业不断加大资源勘探力度，资源储量大幅增加，目前 6 宗采矿权具有 18.89 万吨/年采选产能，平均剩余开采年限 15 年。

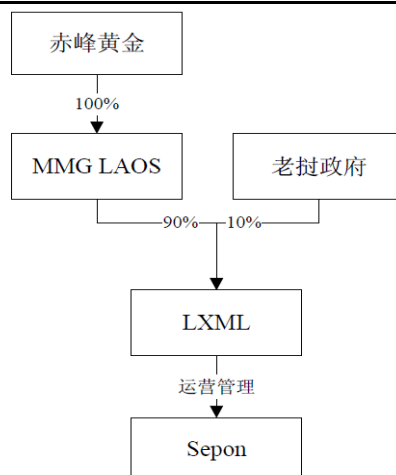
五龙矿业：公司金矿生产主力之三

五龙黄金成立于 2008 年 4 月，拥有 1 宗采矿权和 1 宗探矿权，经辽宁省国土资源厅备案的金金属量 16.228 吨。五龙金矿有较长的历史，根据该采矿权的档案显示，五龙金矿采矿权最初取得时间为 1958 年 10 月 1 日，获得方式为无偿。2013 年，公司以 6.3 亿元现金收购中和实业持有的五龙黄金 100% 股权(2010 年中和实业以 3.5 亿元受让中金黄金持有的五龙黄金 100% 股权)。五龙黄金拥有采矿产能 10 万吨/年(随着近年开拓工程的实施，产能已超过 25 万吨/年，目前公司申请变更采矿证生产规模仍在办理中)，同时拥有一座 30 万吨/年产能的选矿厂，现有采矿权范围储量剩余开采年限 20 年。采矿权范围以外还有 1 项探矿权，面积为 0.82 平方公里，矿石储量 22.16 万吨，金平均品位 5.77 克/吨。

万象矿业(LXML)：未来公司金矿增长主力

公司于 2018 年以 17.8 亿元收购五矿集团(MMG)位于老挝的万象矿业。万象矿业(LXML)成立于 1993 年 9 月，公司间接持股 90%。LXML 注册于老挝，主要从事老挝的 Sepon 铜金矿的开发运营，老挝政府持有 LXML 10% 的股权。

图 14: 万象矿业股权结构 (截至 2020 年 5 月 7 日)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2003 年 3 月起, 万象矿业开始在 Sepon 铜金矿开始矿产资源开采加工, 享有总面积 1,247 平方千米的专属区域内的矿产资源勘探及采选运营的权利, 运营期限为 2003 年起最长合计不超过 50 年 (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, 目前主要产品为伦敦金属交易所 A 级品质的阴极铜。

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, 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, Sepon 拥有金矿资源量约 330 万盎司, 矿石量为 2,500 万吨, 平均品位 4.1 克/吨 (截至 2017 年底, Sepon 拥有矿石量 1100 万吨, 平均品位 3.6 克/吨)。该资源量估算包含 Discovery 矿区、Nalou 矿区以及 Discovery 矿床深部。

Sepon 的铜矿自 2003 年开采至今, 铜年产能从 3 万吨/年提升到最高 8 万吨/年。根据 LXML 的排产计划, 预计 2020 年完成铜矿资源的开采, 之后转向金矿资源开采。目前公司积极推进其黄金开采业务的启动, 并持续投入资金用于探矿增储且取得了显著成果。根据公司 2019 年一季报, 公司克服新冠疫情影响, 加速金矿建设, 项目所需物资设备提前采购到位并运达现场, 项目施工人员亦提前到达现场并进入工作状态。目前金矿项目建设的进度快于预期, 金矿露天采矿工作 2 月份已经开始, 氧化矿处理系统预计 6 月份左右即可投入运营, 原生矿处理系统预计 8 月份左右之前投入运营。项目达产后, 金矿生产规模将达到 8000 吨/日 (约 300 万吨/年) 矿石量, 是历史生产规模的两倍。预计金矿将于 2027 年结束生产并闭坑。

Sepon 将成为公司未来几年主要的黄金增量贡献矿山。公司收购万象矿业后, 虽然其铜矿即将开采完毕, 但是金矿仍有很大开发价值, 且经过公司后续勘探, 目前黄金储量已翻倍, 生产规模也将翻倍, 叠加金价持续上涨 (收购至今 SHFE 黄金价格

涨幅超过 40%)，万象矿业当前估值较收购时估值升值超过 80% (按照 DCF 估值法，不考虑铜矿资产，参照公司收购时资产评估报告假设条件，调整黄金产量和价格后，得到的企业价值为 66.9 亿元)。

另外值得关注的是，Sepon 转入金矿生产后所需的固定资产和无形资产投入，大部分可利用原有资产，新的采坑剥离投资已全部在营业成本中进行了考虑，故只需要投入一部分改造性资本性支出即可。因此在铜矿开采服务年限内的折旧摊销金额比较大，而转入金矿开采后，折旧摊销金额较小，这将会明显降低金矿生产成本。

表 4：万象矿业当前估值与公司收购时估值对比

对比项目	收购时 (2018 年 10 月)	当前 (2020 年 4 月)
资源储量 (万吨)	1100	2500
平均品位 (克/吨)	3.6	4.1
采选产能 (万吨/年)	150	300
黄金价格 (元/克)	270	380
企业价值 (DCF, 亿元)	36.54	66.9
交易价格 (亿元)	17.79	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 5：万象矿业 DCF 估值法当前估值水平

单位	项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
万吨	矿石采选量		300	300	300	300	214	200	106
千克	黄金产量		9,296	9,205	9,429	9,138	5,988	5,578	3,109
元/克	单位价格		380	380	380	380	380	380	380
元/克	单位成本		115	101	93	96	114	114	114
万元	营业收入		353,248	349,782	358,294	347,255	227,535	211,949	118,126
万元	营业成本		106,904	92,968	87,688	87,728	68,260	63,585	35,438
万元	毛利		246,344	256,814	270,607	259,528	159,274	148,364	82,688
%	税费率		35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
万元	净现金流		160,124	166,929	175,894	168,693	103,528	96,437	53,747
%	折现率		13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
亿元	现值		16.01	14.75	13.73	11.64	6.31	5.19	2.56
亿元	经营性资产价值	70.19							
亿元	溢余或非经营性资产价值	4.15							
亿元	少数股东权益价值	7.43							
亿元	企业价值	66.90							

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

瀚丰矿业：锌铅多金属矿产开发

2019 年，公司向特定投资者发行股份收购瀚丰矿业 100% 股权，交易价格 5.1 亿元。瀚丰矿业为锌铅铜钼多金属矿业企业，拥有 2 宗采矿和 2 宗探矿权，主矿产锌，共生矿产铅、钼，伴生矿产铜、银、镉等。瀚丰矿业两项探矿权所在的“吉林天宝山-开山屯”区域为“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，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。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 14.50 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。两个采矿权分别是立山矿区和东风矿区，立山生产规模为 16.5 万吨/年，东风生产规模为 9.9 万吨/年，剩余可采年限均为 6 年。

表 6：瀚丰矿业资源情况

矿区	矿种	矿产组合	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)	平均品位 (%)	剩余可采年限
立山矿	锌	主矿产	426.19	108992	2.56	6 年
	铅	共生矿产		64774	1.52	
	铜	伴生矿产		11395	0.27	
	银	伴生矿产		237	0.0056	
	铅	伴生矿产		1838	0.0431	
东风矿	锌	主矿产	82.92	32146	3.88	6 年
	铜	共生矿产		3837	0.46	
	铅	伴生矿产		1771	0.21	
	钼	共生矿产		1372	0.18	

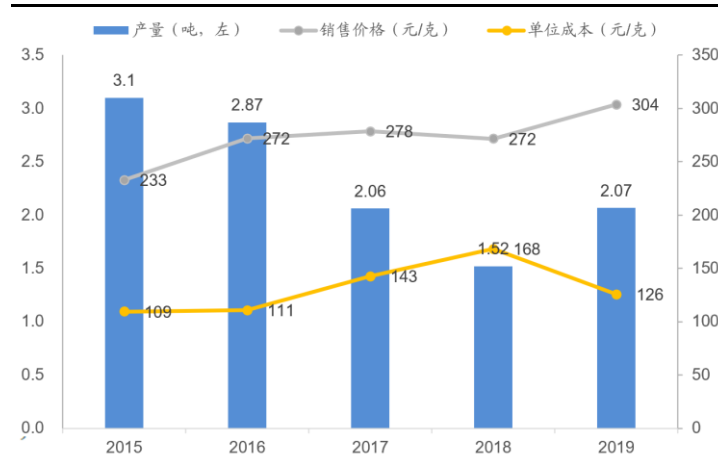
资料来源：2019 年报，信达证券研发中心

黄金量价齐升，助力业绩稳步增长

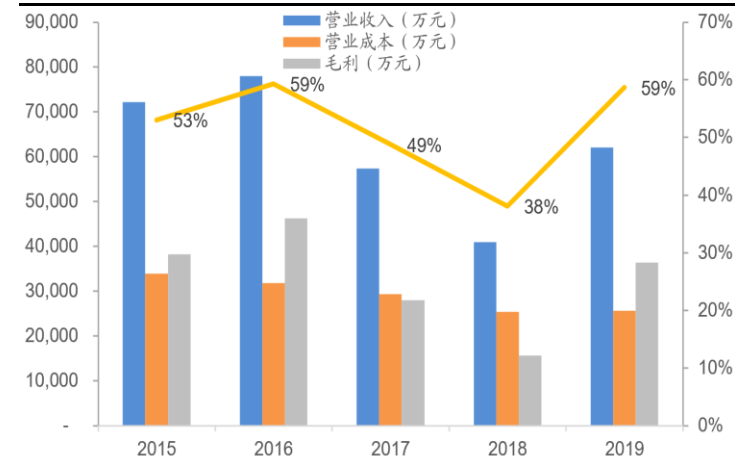
公司国内矿山已开采多年，品位有所下滑，导致近几年黄金产量持续下滑，成本不断抬升。2019 年，公司通过技改升级以及对各生产单位的采矿量、黄金（铜）产量、经营性净现金流等重要指标进行考核，实现了存量金矿业务稳步增长。在增量业务方面，公司根据国内矿山子公司的资源禀赋条件，开展了以五龙矿业为主的“建大矿、上规模”项目，加大投资力度，对采矿工程进行技术改造并将五龙矿业的选厂规模由现有的 1200t/d 改扩建至 3000t/d，该改扩建项目预计 2022 年完成。同时，积极推进海外子公司老挝万象矿业 Sepon 金矿生产，力争实现铜矿和金矿业务的并行生产并稳定增长。

公司所属矿山以石英脉型金矿为主，矿石品位高，相比国内同类黄金矿山企业，公司黄金生产的单位成本较低，毛利率较高。2019 年公司矿产金毛利率同比大幅提升 21 个 pct 至 59%，主要因为黄金价格上涨（公司 2019 年黄金销售均价同比上涨 12%）及公司国内金矿产能利用率提升导致成本下降（公司 2019 年矿产金产量同比提升 36%至 2.07 吨，单位成本同比下降 25%至 126 元/克）。

2018 年，万象矿业折旧金额约占营业成本的 33%，导致电解铜毛利率较低（12.37%），2019 年折旧金额下降（约占营业成本的 15%），因此毛利率提升至 19%。虽然 Sepon 铜矿计划 2020 年停止生产，但 2019 年仍然达到 95%的产能利用率，为公司贡献了较大的业绩。

图 15: 公司矿产金成本优化、产量提升


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 16: 公司矿产金毛利率大幅提升


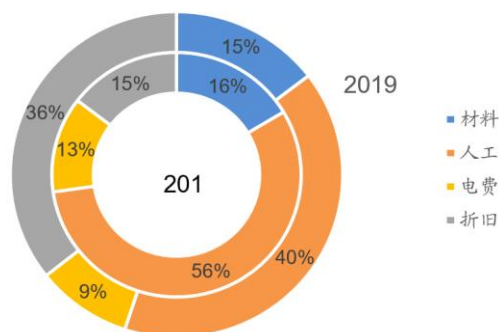
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

表 7: 万象矿业电解铜生产情况

电解铜	2018	2019
产能 (万吨/年)	8	8
产量 (万吨)	7.13	7.62
产能利用率 (%)	89%	95%
销售价格 (万元/吨)		3.93
单位成本 (万元/吨)		3.18
营业收入 (万元)		294,249
营业成本 (万元)		238,366
毛利 (万元)		55,883
毛利率 (%)		19%

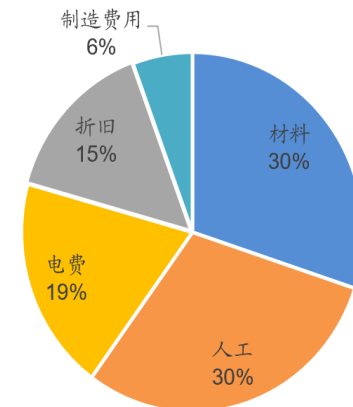
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 17: 2018-2019 年公司矿产金成本结构



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 18: 2019 年公司矿产铜成本结构

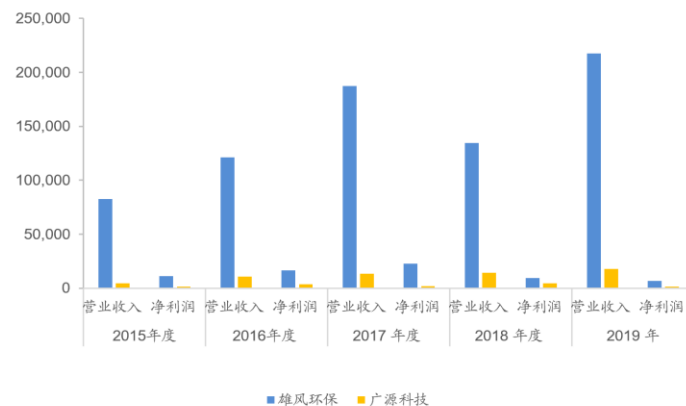


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

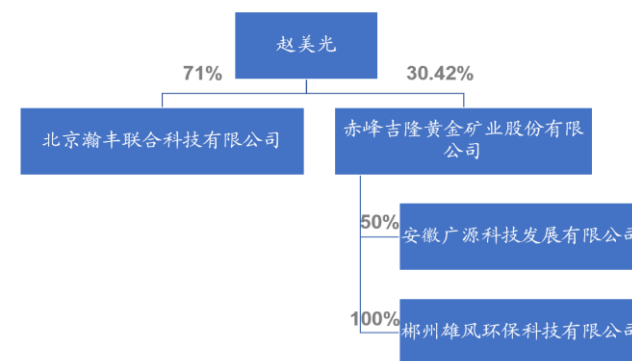
剥离非矿资产，聚焦黄金业务

公司子公司雄风环保与广源科技同属资源综合利用行业，其中雄风环保位于湖南省永兴县，从事有色金属资源综合利用业务，广源科技位于安徽省合肥市，从事废弃电器电子产品处理业务。公司于 2014 年通过发行股份及支付现金的方式收购雄风环保 100% 股权，并于 2015 年以股权收购及增资方式收购广源科技 55% 股份。自公司收购以来，除 2018 年雄风环保受《危险废物经营许可证》办理延迟以及所在工业园区配套设施建设滞后造成业绩大幅波动外，子公司运营状况整体较为稳定。

公司 2020 年 4 月 29 日公告，拟将所持有的非矿业企业雄风环保 100% 的股权及广源科技 55% 的股权转让予瀚丰联合。公司拟剥离非矿资产，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，将聚焦所有的精力和资源，深耕黄金矿山产业。若本次交易达成，公司将进一步集中内部资源发展黄金矿业主业，符合公司未来发展规划。

图 19：雄风环保与广源科技经营状况（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：赤峰黄金与北京瀚丰联合科技有限公司为同一实际控制人


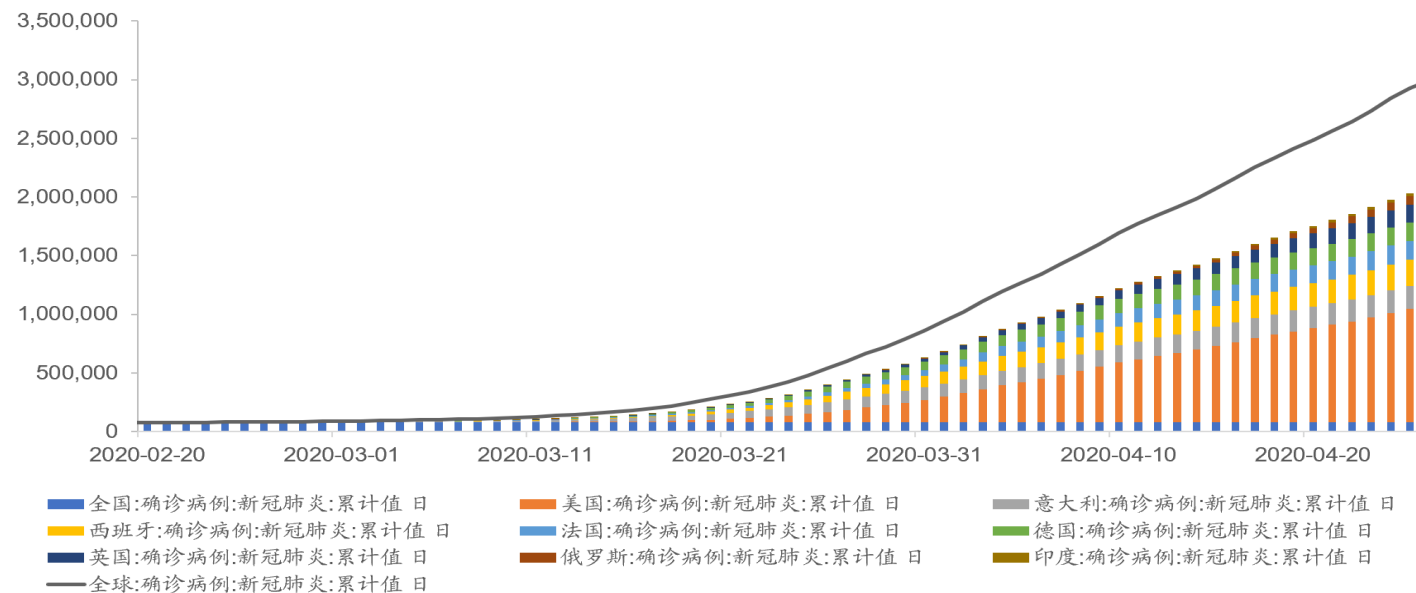
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

黄金将开启中长期上升通道

避险情绪推升金价至 1751.6 美元/盎司高点

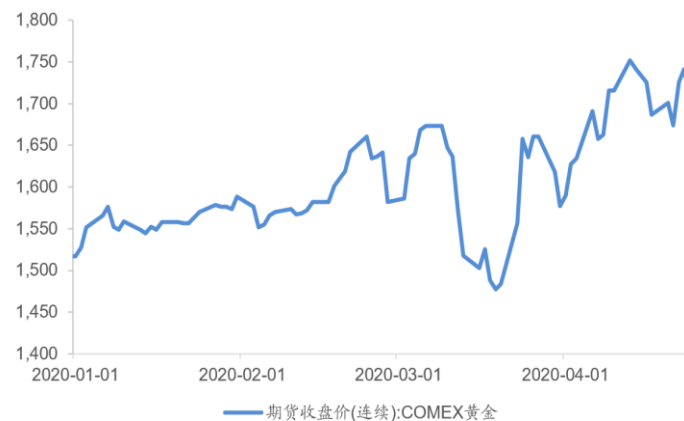
截至 5 月 7 日，全球新型冠状病毒累计确诊人数 371.07 万人。其中美国新冠累计确诊人数居首位，为 122.86 万人。新型冠状病毒的全球性爆发，引爆了市场对于风险资产担忧，不安情绪攀升导致投资者纷纷抛售股票等风险资产，资金向黄金及美元等避险资产转移。截至 5 月 5 日，标普 500 波动率指数（VIX）由年初 13.78 上升至 82.96 历史高点，上升近 5 倍；不安情绪攀升导致市场大量抛售股票等风险资产，美股在三月份经历 4 次熔断，S&P500 由年初 3230.78 下降至 2237.4 点，下降幅度 30.7%。资金由风险资产向避险资产转移，Comex 由年初 1,516.9 美元/盎司上涨至 1751.6 美元/盎司高点，上涨幅度 15.47%，美元指数受流动性需求以及美国相对强势的经济表现由 95.06 推升至 102.69，上升幅度 8%。

图 21：主要国家新型冠状病毒确诊人数（累计值）（人）

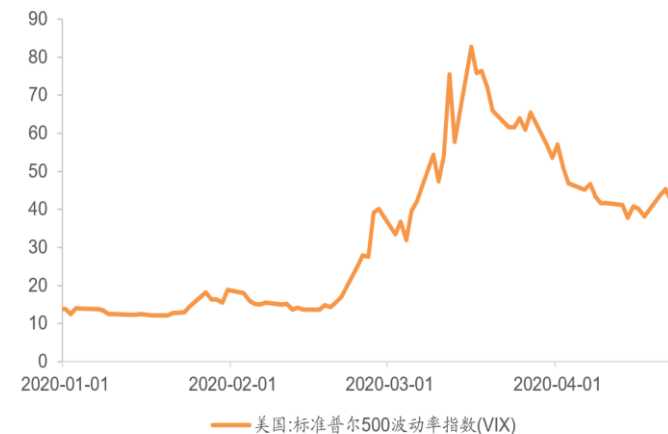


全球	中国	美国	意大利	西班牙	法国	德国	英国	俄罗斯	印度
299.7	8.3	98.8	19.8	22.7	16.3	15.8	15.4	8.1	2.8

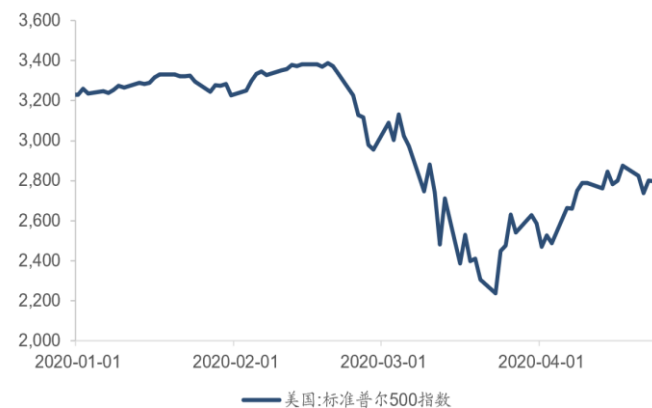
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22: Comex 黄金价格变动情况 (美元/盎司)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: VIX 变动情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: S&P500 变动情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 美元指数变动情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

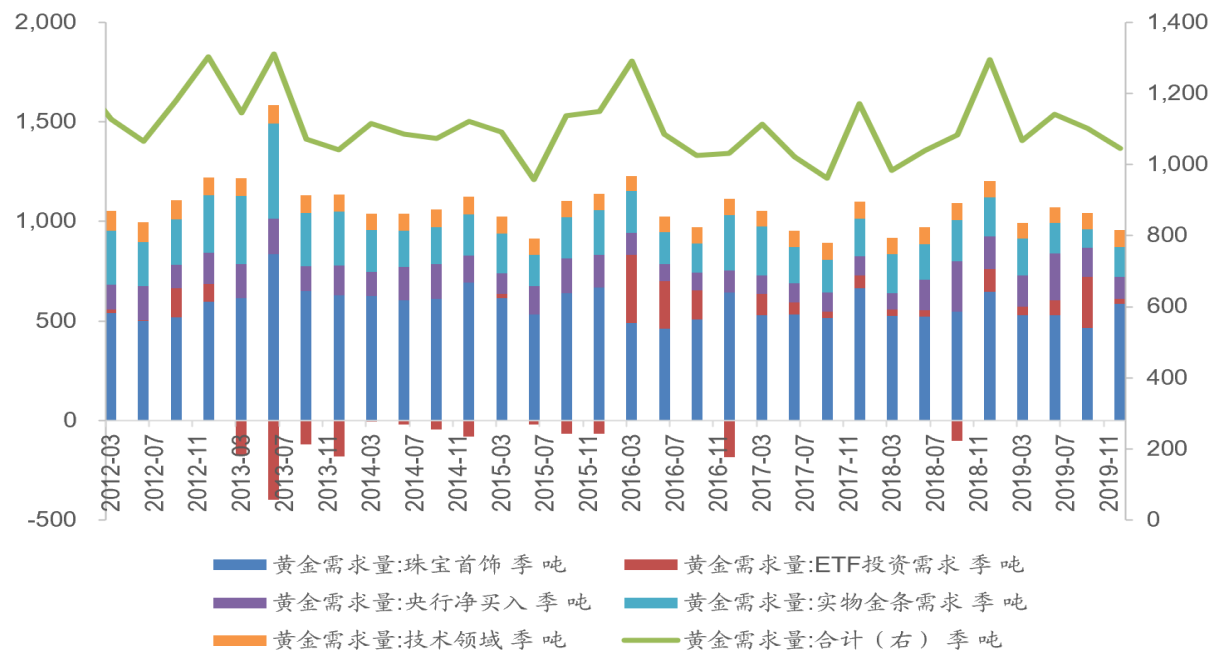
基本面整体向好，中长期托底金价

一直以来，黄金由于其金融属性，而备受关注，但其作为市场中可交易的商品，基本面同样值得分析。供给方面，矿产金、再生金以及官方售金，共同构成了全球黄金的供给量，其中，矿产金在黄金供应量中占比较大，约为 75%。据世界黄金协会（WGC）数据，2019 年前三季度黄金供应量约为 3584.8 吨，同比上升 10.32%，我们预计全年供给量约为 4800 吨，同比增长 3%。

需求方面，黄金的主要需求来自于珠宝首饰，工业需求，黄金交易基金产品（ETFs）及相关金融衍生品投资以及央行净买入等。据 WGC 最新数据，2019 年全球黄金需求量约为 4355.67 吨，其中珠宝首饰总需求约为 2107 吨，同比下降 0.6%，金条需求量约为 326.62 吨，同比下降 2.4%，ETFs 投资需求为 401.06 吨，同比大增 426.41%。

综合来看，黄金供给增量较为稳定，需求受 ETFs 拉动，黄金需求单一板块增量显著，我们预计随着新冠疫情继续蔓延，市场避险情绪攀升，ETFs 将继续加码购置黄金，黄金需求将进一步上升。黄金基本面整体向好，中长期将继续托底金价。

图 26：黄金需求变动情况（吨）



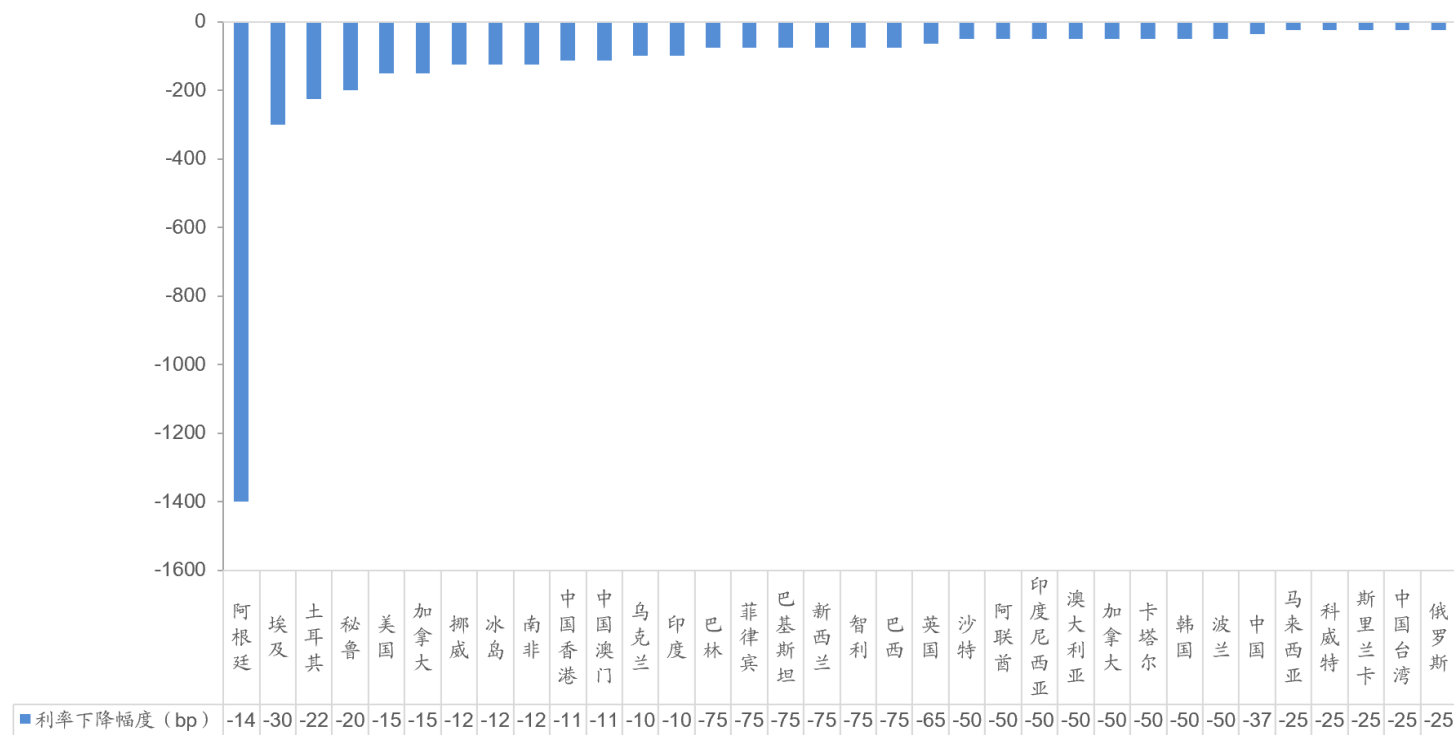
资料来源：WGC，IFind，信达证券研发中心整理

名义利率托底，金价中长期上涨趋势确定

黄金作为利率的替代品，与利率存在着一种天然的相反关系，当利率下降时，黄金价格趋于增长；当利率上升时，黄金价格则趋于弱势，而黄金价格在受利率影响的同时，主要受实际利率影响。根据费雪方程式，实际利率同时受名义利率及通胀预期两方面因素影响，实际利率的趋势受名义利率驱动，而其斜率主要受通货膨胀率影响。

随着初期新冠疫情的蔓延态势不断加剧，全球恐慌情绪持续性蔓延，VIX 指数飙升 451.7%至 75.47，避险情绪驱动资本逃离风险资产，各国股指相继跳水甚至熔断，美股更是迎来了自 1997 年以来最频繁熔断（历史共五次，新冠疫情触发美股 5 次熔断）。为提振市场情绪，缓和流动性紧缺问题，各国纷纷通过降息降准甚至直接“撒钱”来收拾新冠所带来的残局：随着美联储 3 月 3 日宣布紧急降息 50bp，全球“降息潮”逐渐升温，截至 2020 年 4 月份全球 2020 年累计 44 地降息近 67 次，其中阿根廷降息 1400bp，降幅居首位，美联储降息 150bp 进入“零利率”时代，流动性持续释放。换言之，新冠疫情加速了全球 2018 年底开启的宽松预期，在 2019 年底全球宽松节奏受制于政策空间日益狭窄仍有所节制，新冠疫情致使全球增长预期大幅下滑，为兜底股市和刺激经济，各国宽松节奏大幅加快，降息节奏和幅度超过 2018-2019 年。

图 27：新冠疫情以来全球主要国家降息幅度(bp)



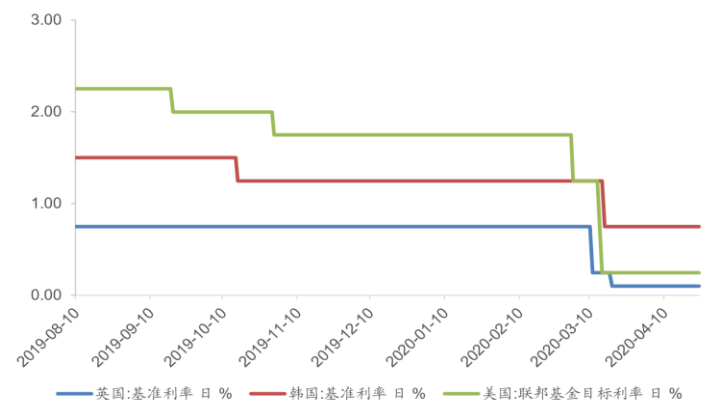
资料来源：信达证券研发中心整理

表 8：美国新冠疫情爆发以来量化宽松政策

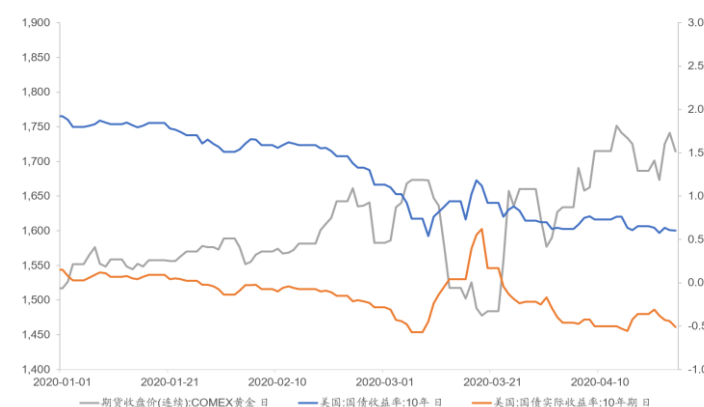
日期	政策内容
3.12	购买市场上 2 周-3 个月的短期国债，注入短期流动性
3.16	宣布启动一项规模达 7000 亿美元的规模扩大宽松计划
3.19	纽约联储购买了 50.01 亿美元国债
3.19	美联储决定推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF）
3.20	纽约联储购买 320 亿美元抵押贷款支持证券 纽约联储购买了价值 110.01 亿美元国库券
3.23	3.23-3.27，每天购买 750 亿美元国债和 500 亿美元机构住房抵押贷款支持证券 将不限量按需买入美债和 MBS 为企业债新设两个流动性工具
3.25	在隔夜回购操作中接纳 109 亿美元的证券
3.26	纽约联储买入 110 亿美元国库券
3.28	美联储将在周一至周三每日购买 750 亿美元的美国国债，周四和周五每日购买 600 亿美元的美国国债
3.30	纽约联储在 28 天期定向回购操作中接纳了 10 亿美元的证券
3.31	纽约联储购买 60 亿美元的含息国库券 美联储宣布与外国央行进行临时回购便利操作，新的协议将允许外国央行利用其持有的美国国债获取美元
4.02	美联储放宽银行杠杆和会计规则，对某些投资的关键杠杆计算进行豁免，豁免期限将持续至 2021 年 3 月 31 日
4.06	纽约联储在 28 天期回购操作中接纳了 63 亿美元的证券
4.10	将在 4.13-4.17 期间将国债购买速度放缓至 300 亿美元/天
4.13	纽约联储在隔夜回购操作中接纳了 158.50 亿美元的债券；纽约联储在 28 天定期回购操作中接纳了 144.5 亿美元的证券
4.15	纽约联储购买了 40 亿美元国库券
4.20	纽约联储在 28 天期逆回购操作中接纳了 76 亿美元的竞标；在隔夜回购操作中接纳了 3.5 亿美元的竞标

资料来源：信达证券研发中心整理

随着新冠疫情的蔓延态势继续，以及其对全球经济已经造成的实际性创伤短期内难以修复（据 Wind 数据，中国一季度 GDP 同比下降 6.8%，为有数据以来首次出现负值）。我们预计当且宽松环境将继续维持，各国基准利率仍将在低位运行，以致消弭新冠疫情对全球经济所带来的创伤。**综合来看，名义利率低位徘徊基本定调。**我们预计，随着货币宽松政策进一步落地，实际利率将随着名义利率继续下行，**金价中长期上行趋势基本确定。**

图 28：部分国家基准利率（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 29：美债收益率与金价相关性（左，美元/盎司；右，%）


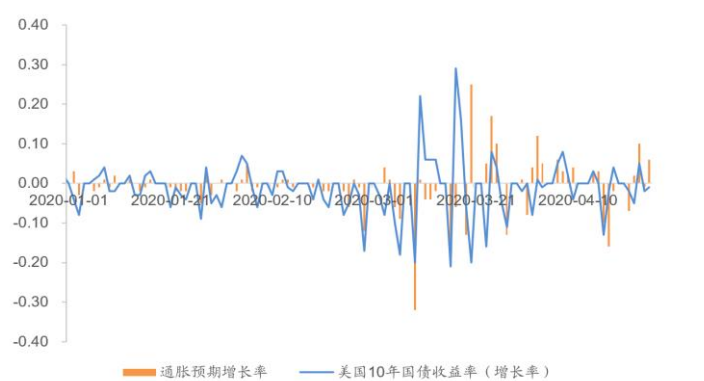
资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

名义利率托底，通货膨胀率决定金价“高度”

通货膨胀率的波动，影响着美债实际收益率的斜率。据 Wind 数据，自 2 月 18 日疫情蔓延进程加快以来，美债名义收益率持续性下降，通货膨胀率下降速度总体上低于名义收益率下降速度（名义利率下降 0.95bp，通货膨胀率下降 0.54bp），支撑实际利率下行，金价上升至 1751.6 美元/盎司高位。

图 30：美债收益率与通货膨胀走势（%）

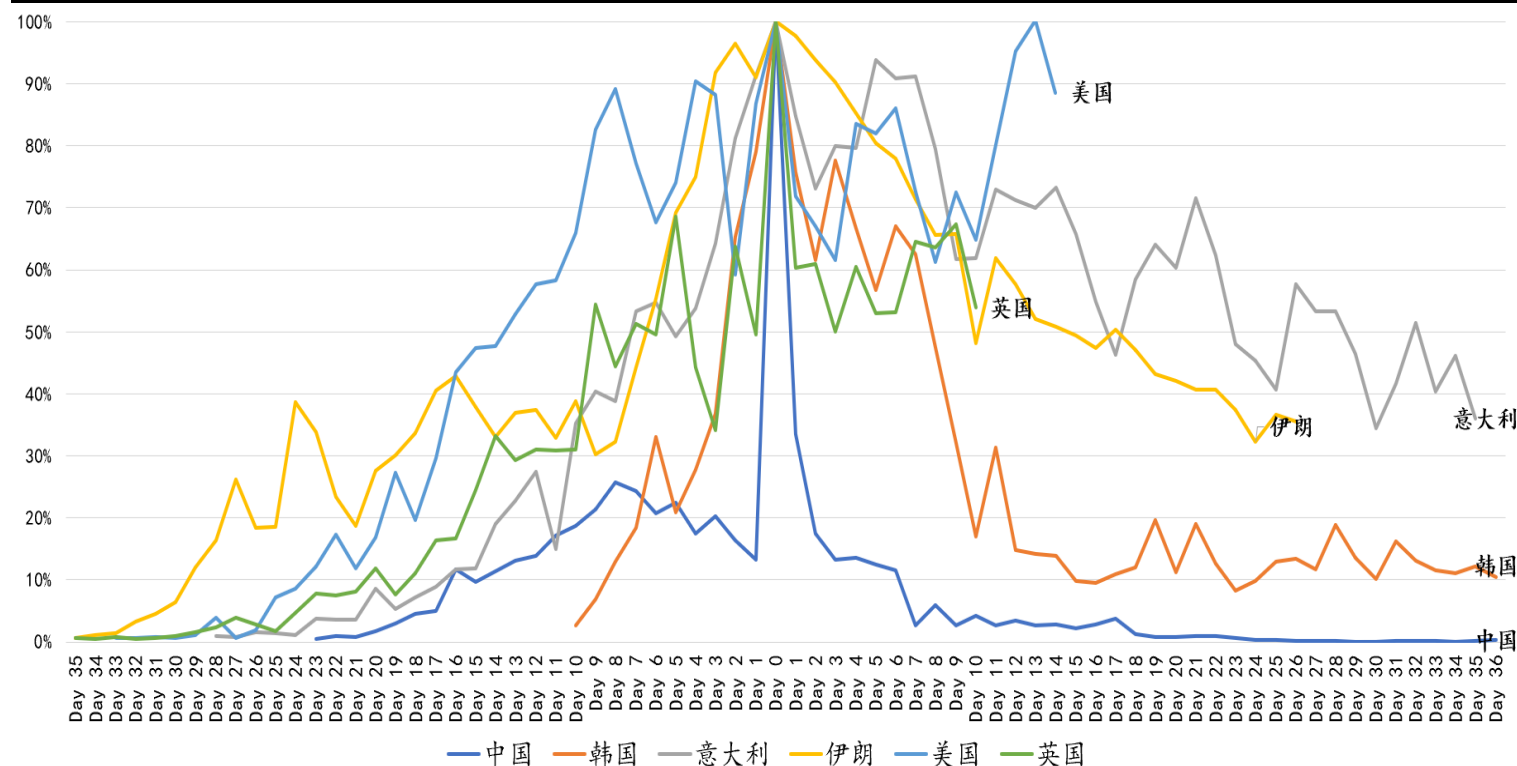

资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 31：美债名义收益率与通货膨胀增长幅度（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

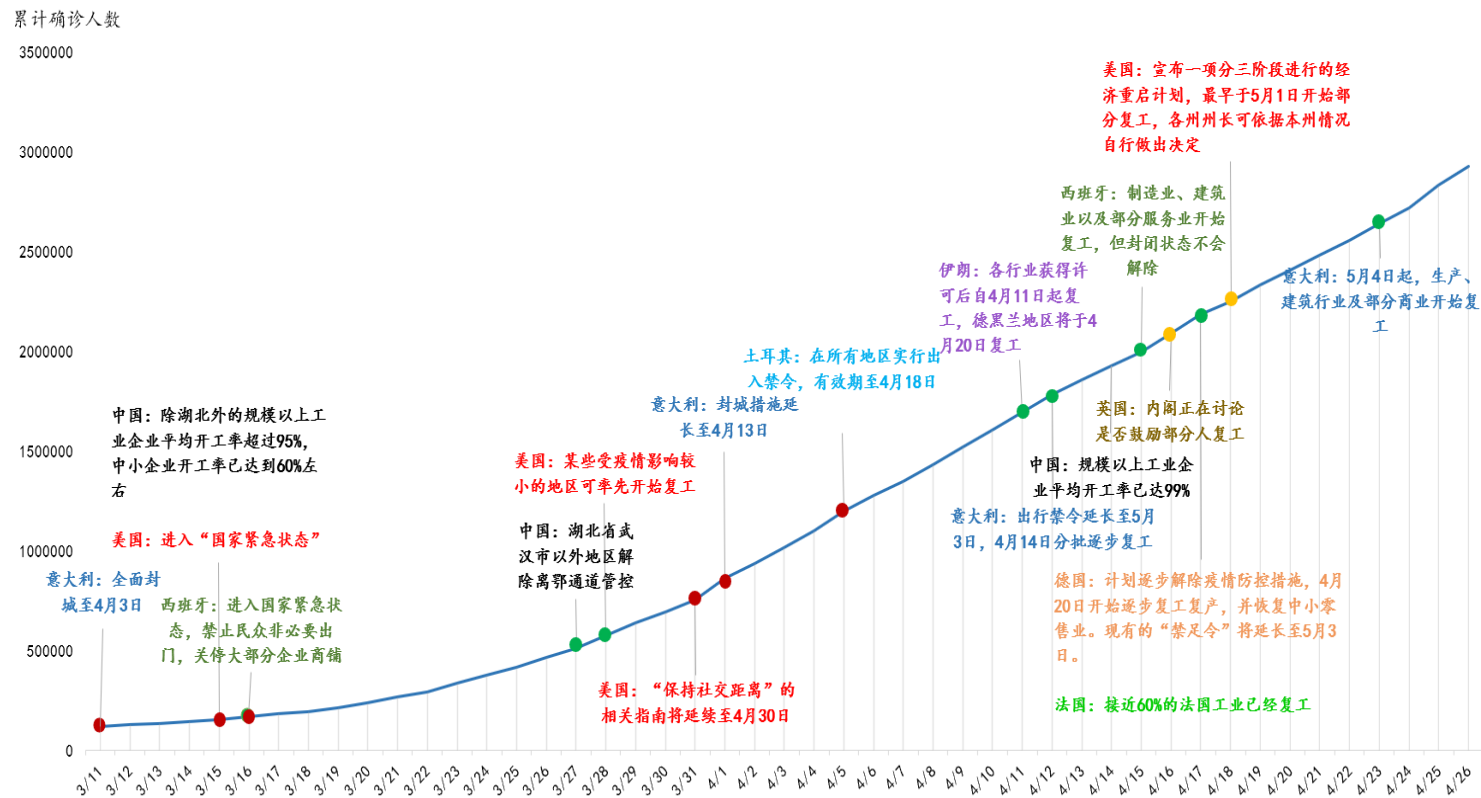
短期来看，国内疫情基本得到控制，一方面生产厂商生产需求逐渐复苏，另一方面部分政府拟启动商储（4月27日云南宣布80万吨有色金属商业收储，甘肃收储43.6万吨有色金属）带动原材料价格上涨。据Wind数据，四月国内基本金属普遍上涨，铜、铝、铅、锌、锡、镍SHFE期货价格分别上涨9.06%、9.82%、0.48%、8.09%、5.59%、7.91%；国际方面，随着新增患病人数逐渐下降，部分国家允许患病人数较少地区逐步复工，LME铜、铝、锌、锡、镍金属价格分别上涨9.19%、0.6%、4.57%、5.89%、9.41%，需求逐步回暖，我们预计通货膨胀率短期内大幅下降概率较小，若需求进一步增强，全球通胀预期或将持续回升。

图 32：部分疫情重点国家新增确诊人数到达顶峰后数据追踪



数据来源：WHO，美国约翰斯霍普金斯，Worldometer，信达证券研发中心，杨松团队整理

注：纵坐标为当日数据/顶峰数据*100%，以该国目前新增人数中的最高值作为 Day 0：中国（2.12），韩国（2.29），意大利（3.22），伊朗（3.31），美国（4.12），英国（4.11）

图 33：全球累计确诊人数及各国主要复工措施


数据来源：商务部，发改委，新华社，央视新闻，人民日报，信达证券研发中心杨松团队整理

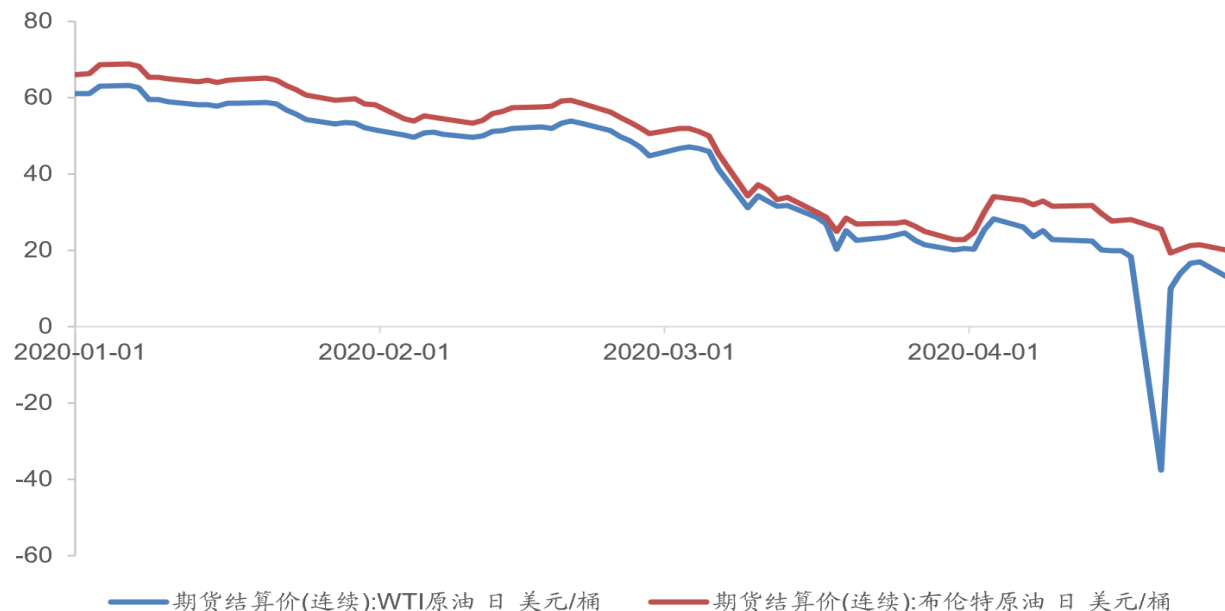
中长期来看，我们预计随着疫情得到控制，全球经济将重新焕发生机，叠加疫情期间部分地区生产受阻，届时全球部分原料供应将出现短缺，原材料价格将继续上升，预计通货膨胀率有所上升。综合来看，美国国债利率的进一步下跌，叠加通货膨胀率中长期进一步拉升，美债实际利率下行，金价中长期将继续保持上升态势。

原油可作为判断通胀率的重要指标

作为“工业血液”的原油，运用在工业生产及消费的方方面面，原油价格的上升带动工业社会生产制造成本的上升，进而提高产品出厂价格，抬升最终消费品的价格，进而提高通货膨胀率。简言之，由于原油应用领域广泛，且主要运用于工业生产等关乎国际经济发展的重要领域，其价格的涨跌对商品的价格影响较为明显，原油价格上涨，商品价格随之上升，通货膨胀率同向增长。简言之，我们可以通过观测原油价格的变动，进而观测通货膨胀率的变动情况。

除新冠疫情导致市场悲观预期升温，全球生活生产需求放缓，致使通货膨胀率下滑之外；原油期货价格持续震荡下行并首现负值，也是拖累黄金价格的又一因素。自新冠肺炎全球范围爆发以来，原油价格持续下跌，并在3月6日OPEC+未就减产协议达成一致后，出现陡坡式下滑（WTI原油价格由41.28美元/桶下降至18.27美元/桶，下降幅度55.7%；布伦特原油价格由45.27美元/盎司下降至28.08美元/盎司，下降幅度37.9%），后期受需求短期内难言提振，以及原油剩余库存紧缺（库欣库存满库率由43.06%上升至63.33%），且油罐租金较高，空逼多导致WTI原油价格在4月20日首现历史负值（-37.63美元/盎司）。

图 34：原油价格波动情况

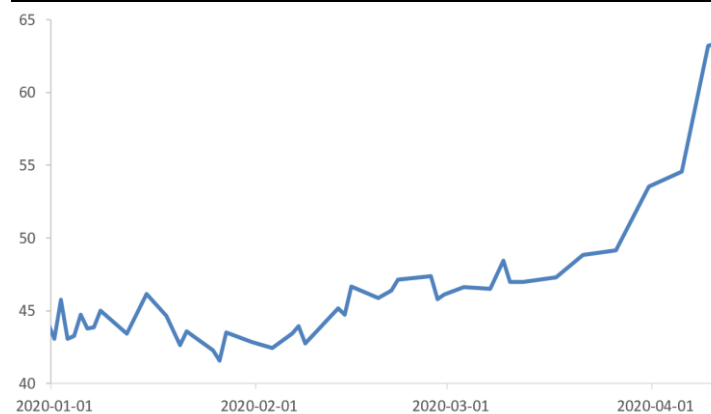


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

在原油价格逐步跌穿各国原油成本线后，OPEC+于4月13日召开紧急会议，并最终达成减产共识：确认自2020年5月1日起减产1000万桶/日，为首轮减产，为期两个月；自2020年7月起减产800万桶/日至12月；自2021年1月起减产600万桶/日至2022年4月。后期，随着原油库存量继续增加储罐容量有限，原油需求短期内难言提振，因此仅靠OPEC+或者单一国家的减产很难缓解供需面的紧张形势，未来仍需多国合作进行减产。

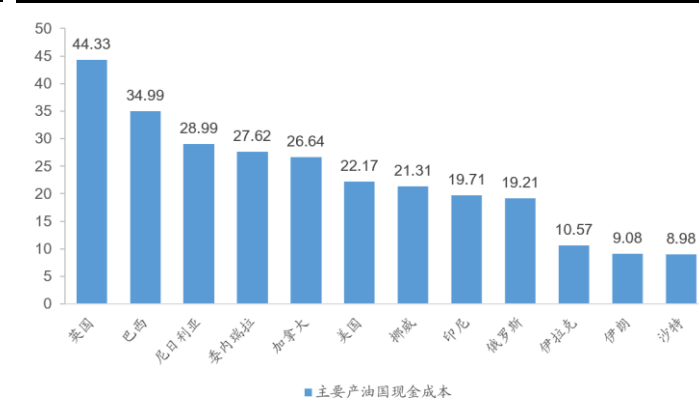
接下来我们预计，随着原油价格的低位徘徊，市场将会继续挤出一部分高成本原油生产商，供给端进一步收缩将缓解原油下滑的步伐，随着新冠疫情逐步得到控制，需求回暖消费缓和，原油价格将企稳，拉动通货膨胀率并推升金价走向高位。

图 35: 库欣原油满库率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 36: 部分原油生产国采油现金成本 (美元/桶)



资料来源: 信达证券研发中心整理

综合来看，在货币宽松预期的大背景下，美债名义利率将在低位徘徊，支撑美债实际利率下行趋势定调黄金上行趋势。通货膨胀预期将随着新冠疫情蔓延趋势缓以及原油价格的企稳，保持上行趋势。金价在确定趋势上行的同时，将随着原油价格的反弹，上升通道将被打开。

“变现”和“保值”孰为王？

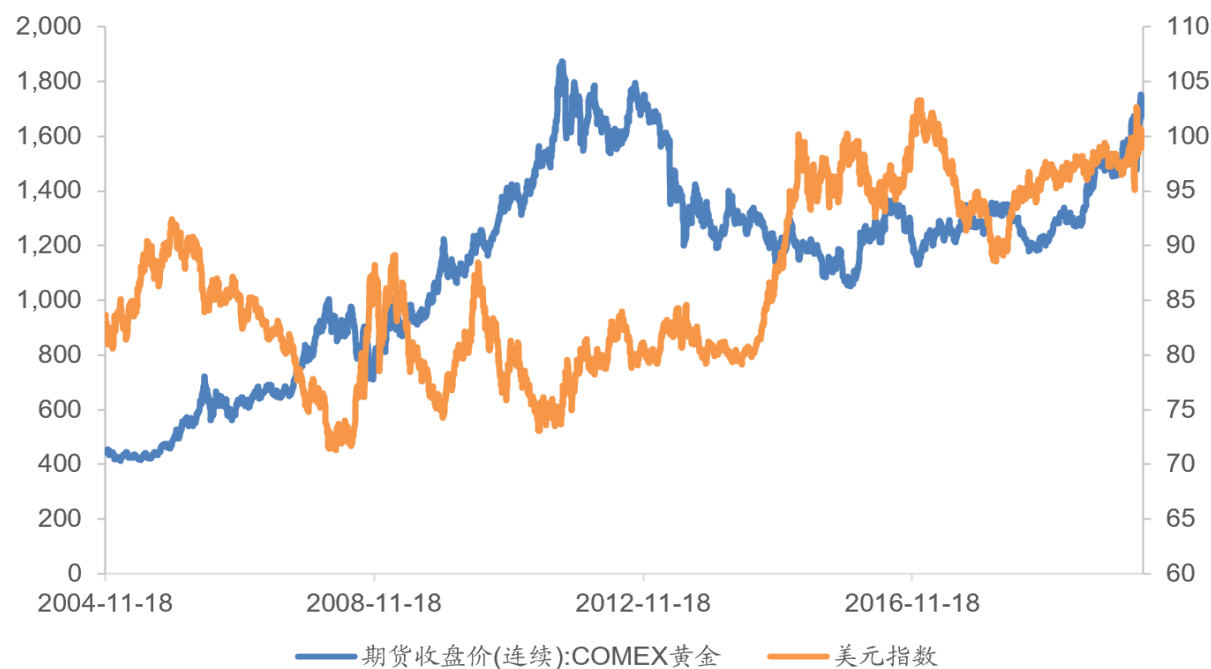
美元与黄金的负相关性主要受两方面因素影响。一方面，黄金与美元都为重要的避险工具，二者在投资价值上既相似又有所区别。黄金作为重要的保值资产，具有良好的抗通胀作用，当出现经济环境恶化，资本市场动荡不安以及恶性通货膨胀等情况，其避险功能将会凸显。以本次新冠疫情引发全球性金融恐慌为例，初期受新冠疫情冲击，标准普尔指数由3370点下降至

2480 点，下降幅度 35.9%，避险情绪促使黄金 ETF 持仓量由 933.9 吨上升至 963.8，持仓量上升 3%，金价随之上升 5%。

美元作为全球重要结算货币，在以美国经济支撑其价值的前提下，当全球经济发生衰退以及流动性出现危机时，“现金为王”的避险情绪将会引导资本由黄金向美元流动，推升美元指数上涨。近期新冠疫情持续性蔓延以及美股频繁触发“熔断”机制，投资者受流动性紧缺的影响，急于将资产变现，黄金 ETF 在小幅攀升后由 963 吨滑落至 908 吨，下降幅度 5.8%，金价后期受资本流向美元压力，由 1675 美元/盎司下降至 1471 美元/盎司，下降幅度 12.2%。

另一方面，美元为黄金的主要计价单位，当其他货币贬值推升美元时，以其他货币计价的黄金价值不变，相应以美元计价的黄金则会价格下跌。例如本次市场波动英镑、欧元等货币贬值推升美元指数，加速以美元计价的黄金价格下跌。同时美元与黄金均为各国央行的重要储备资产，二者存在此消彼长的关系，即当一国家外汇储备总量短期较为固定，若美元升值明显，其在储备组合中相对价值凸显，则在一定程度上削弱黄金储备的价值。

图 37：美元指数与黄金价格相关性（亿美元，左）



资料来源：中国人民银行，IFind，信达证券研发中心

综合来看，资本市场出现震荡时，美元与黄金都可作为避险工具，当经济波动由通货膨胀预期引起，黄金保值功能触发，资本由美元转向黄金，推升金价；反之，当经济变动由通货紧缩及经济衰退预期引发，变现需求致使投资者抛售黄金，资本由黄金转向美元，“现金为王”助推美元上升。

原油作为全球最重要大宗商品，其通过价格的涨跌影响全球资本市场的投资情绪。当原油价格持续性上升，将会改变或抬升通胀预期，此时黄金“保值”功能将受青睐；当原油价格出现持续性下跌，可能引发资本对全球经济的恐慌情绪，进而造成市场抛售其他资产抢购美元导致流动性危机，此时美元成为“最安全资产”，将促使资本流向美元。

未来我们预计随着原油基本面改善推升油价回暖，“变现”为主导的市场情绪将向“保值”情绪转移，国际资本也将由美元向黄金转移，打开金价上升通道。

图 38：美元指数与石油相关性（美元/桶，左）



资料来源：Yahoo Finance, IFind, 信达证券研发中心

图 39：原油可作为判断资本趋势的观察指标



资料来源：信达证券研发中心

综上，我们认为在各国央行大幅下调基准利率，以及叠加各国财政政策“大放水”，“大水漫灌”资本市场将会导致新冠疫情得到控制后通货膨胀预期的持续性回升，同时疫情对于全球经济的破坏短期内难以修复，央行调升基准利率概率较小。基准利率徘徊至低位叠加通胀预期将持续性回升，金价中长期上行趋势基本定调。短期波动来看，目前新冠疫情还未得到全面控制，原油价格仍在低位徘徊，受流动性担忧及恐慌情绪扰动，资金将在现金及黄金间摆动，我们预计，随着未来原油基本面的改善，以及疫情蔓延趋势得到缓解，资金最终将“投票”黄金。

盈利预测与估值

盈利预测

价格假设方面：截至 2020 年 05 月 06 日，SHFE 黄金价格为 380.08 元/克，疫情全球爆发至今 SHFE 黄金均价为 367 元/克，由于后期金价随货币宽松政策不断放量而快速上涨，因此我们预计 2020 年全年 SHFE 黄金均价为 380 元/克，从中长期来看，随着疫情缓和叠加原油价格回升，低利率及通货膨胀率回升推升金价继续上行，我们假设 2021 年 SHFE 黄金均价为 390 元/克，2022 年 SHFE 黄金均价为 400 元/克。

销量假设方面：公司在国内拥有吉隆矿业、华泰矿业、五龙黄金三家金矿采选全资子公司，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，其中吉隆矿业目前采选产能为 12 万吨/年，五龙黄金采矿产能 25 万吨/年，选矿产能 30 万吨/年，预计随着五龙黄金矿产技术改造，未来产能仍有增量；公司海外万象矿业所辖 Sepon 铜金矿，其拥有金矿资源量约 103 吨，项目达产后，预计金矿生产规模将达到 8000 吨/日（约 300 万吨/年）矿石量，是历史生产规模的两倍，公司金矿产量进一步增长。因此我们预计，赤峰黄金 20-22 年矿产金产量分别为 4.5/8.5/9 吨。

成本假设方面：据公司 2019 年数据测算，赤峰黄金 2019 年矿产金生产成本约为 126 元/克，接下来随着 Sepon 金矿项目投产，我们预计生产成本将随前期矿产建设略有上升，22 年将随建设基本完备有所下降，预计 20-22 年公司矿产金生产成本约为 170/170/160 元/克。

综上所述，预计 20-22 年公司矿产金产量分别达到 4.5/8.5/9 吨，实现营收 58.76/66.63/61.19 亿元，实现毛利 5.67/11.75/15.99 亿元，20-22 年分别实现归母净利润 4.07/7.84/10.66 亿元，实现 EPS 分别为 0.24/0.47/0.64 元/股，按照 2020 年 05 月 06 日收盘价计算，对应 PE 分别为 34/18/13 倍。

表 9：赤峰黄金盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,068.46	5,876.64	6,663.29	6,119.33
同比（%）	181.85%	-3.16%	13.39%	-8.16%
其中：				
黄金（万元）	62061.0	171000	331500	360000
同比（%）	51.12	175.54	93.86	8.60
黄金产量（kg）	2066	4500	8500	9000
同比（%）	36.80	117.81	88.89	5.88
黄金价格（元/g）	304.00	380	390	400
同比（%）	17.32	11.46	2.78	0.00
黄金单位成本（元/g）	126.0	170	170.0	160.0
营业成本（万元）	4,847.94	4,660.28	4,821.72	3,926.21
毛利（万元）	374.33	567.36	1,174.91	1,598.97
同比（%）	179.71	-3.87	3.46	-18.57
毛利率（%）	20.11	20.70	27.64	35.84

资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

注：据公司 2020 年 4 月 29 日公告，公司拟剥离资源综合回收利用业务相关资产，但剥离尚未完成，此次盈利预测未考虑相关资产剥离情况。

相对估值与投资评级

公司主营业务为黄金、有色金属采选及冶炼与山东黄金，紫金矿业，中金黄金，湖南黄金，西部黄金以及银泰黄金等国内黄金企业布局较为类似，因此将其列为赤峰黄金可比公司。可比公司 PE（2020E）均值为 34.1 倍，考虑到公司未来受益于五龙黄金扩产，以及 Sepon 铜金矿项目投产后预期增量显著，我们认为给予公司 2020 年 40 倍 PE 较为合理，对应合理价值为 9.79 元/股。同时考虑公司未来成长性较好及金价持续上涨预期，2021 年 PE 仅 18 倍，远低于 2021 年行业 28 倍的平均水平，给予公司“买入”评级。

表 10：赤峰黄金可比公司估值对比（截至 2020 年 5 月 7 日）

公司代码	公司名称	市值	净利润（亿元）			PE（x）		
		（亿元）	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600547.SH	山东黄金	1112.76	12.91	23.60	29.19	86.23	47.15	38.13
601899.SH	紫金矿业	1002.40	42.84	45.74	62.75	23.40	21.92	15.97
600489.SH	中金黄金	287.48	1.90	8.97	9.34	151.04	36.49	35.21
002155.SZ	湖南黄金	91.84	1.60	2.33	3.16	57.47	39.50	29.04
000975.SZ	银泰黄金	312.78	8.64	12.30	13.95	36.19	25.44	22.43
行业均值		561.45	13.58	18.59	23.68	70.87	34.10	28.16
600988.SH	赤峰黄金	138.60	1.88	4.07	7.84	74	34	18

资料来源：除赤峰黄金为信达证券预测外，其他盈利预测来自 Wind 一致预期，市值为 2020 年 5 月 7 日收盘价

表 11：可比黄金公司吨矿市值对比（截至 2020 年 5 月 7 日）

股票代码	公司名称	公司市值（亿元）	资源储量（金属吨）	2019 公司产量	市值/储量	市值/产量
600988.SH	赤峰黄金	138.60	145.95	2.07	0.95	66.96
601899.SH	紫金矿业	1,002.40	1,886.87	40.8	0.53	24.57
600547.SH	山东黄金	1,112.76	955.6	40.12	1.16	27.74
600489.SH	中金黄金	287.48	495	24.93	0.58	11.53
000975.SZ	银泰资源	312.78	99.311	24.67	3.15	12.68
002155.SZ	湖南黄金	91.84	140.91	4.58	0.65	20.05

数据来源：Wind、各公司年报、信达证券研发中心

表 12: 赤峰黄金 2020 年业绩弹性测算 (截至 2020 年 5 月 7 日)

2020 年归母净利 (亿元)			金价 (元/克)				
			-20%	-10%	基准价	10%	20%
			304	342	380	418	456
基准量	4500		1.7	2.9	4.1	5.3	6.5
矿产金销量 (Kg)	50%	6750	2.5	4.3	6.1	7.9	9.7
	100%	9000	3.4	5.7	8.1	10.5	12.9

数据来源: Wind、公司年报、信达证券研究发展中心

风险因素

黄金价格大幅下降; 五龙矿业技改以及 Sepon 金矿产量释放不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,759.54	3,060.98	4,506.55	5,668.58	6,985.26
货币资金	218.07	531.23	1,754.10	3,212.07	5,280.52
应收票据	1.56	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	138.01	139.34	134.94	153.00	140.51
预付账款	107.53	117.30	112.76	116.67	95.00
存货	2,042.89	2,207.25	2,330.14	2,651.95	2,159.41
其他	251.48	65.86	174.60	-465.10	-690.19
非流动资产	4,988.69	4,436.42	4,651.76	4,257.32	3,860.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	3,077.18	2,925.23	2,465.41	2,849.94	3,086.80
无形资产	1,168.05	649.52	1,347.27	735.34	257.99
其他	743.46	861.67	839.08	672.04	515.48
资产总计	7,748.23	7,497.41	9,158.31	9,925.91	10,845.53
流动负债	1,122.91	1,477.95	2,005.21	1,946.34	1,642.40
短期借款	158.89	385.12	785.12	885.12	785.12
应付票据	130.00	285.00	273.97	283.46	230.81
应付账款	204.62	181.92	174.88	180.94	147.33
其他	629.40	625.92	771.25	596.83	479.14
非流动负债	3,798.82	2,744.51	3,215.61	3,216.61	3,318.11
长期借款	69.20	37.96	29.16	229.16	429.16
其他	3,729.62	2,706.54	3,186.45	2,987.45	2,888.95
负债合计	4,921.73	4,222.46	5,220.82	5,162.95	4,960.51
少数股东权益	306.84	331.84	353.27	394.55	450.65
归属母公司股东权益	2,519.66	2,943.11	3,584.21	4,368.41	5,434.36
负债和股东权益	7,748.23	7,497.41	9,158.31	9,925.91	10,845.53

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,153.12	6,068.46	5,876.64	6,663.29	6,119.33
同比(%)	-16.77%	181.85%	-3.16%	13.39%	-8.16%
归属母公司净利润	-133.05	188.01	407.32	784.20	1,065.95
同比(%)	-148.49%	-	116.64%	92.53%	35.93%
毛利率(%)	19.50%	20.11%	20.70%	27.64%	35.84%
ROE(%)	-5.05%	6.88%	12.48%	19.72%	21.75%
EPS(摊薄)(元)	-0.08	0.11	0.24	0.47	0.64
P/E	-104	74	34	18	13
P/B	5.51	4.72	3.88	3.18	2.56
EV/EBITDA	43.70	9.23	10.36	8.78	7.41

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,153.12	6,068.46	5,876.64	6,663.29	6,119.33
营业成本	1,733.21	4,847.94	4,660.28	4,821.72	3,926.21
营业税金及附加	35.89	166.80	146.92	146.59	122.39
销售费用	3.42	46.47	29.38	29.98	18.36
管理费用	192.71	342.22	293.83	333.16	305.97
研发费用	47.93	73.05	58.77	59.97	48.95
财务费用	79.04	226.84	105.69	124.85	124.12
减值损失合计	187.71	-22.51	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-10.20	-10.30	-3.34	-3.36	-5.63
其他	43.92	-3.02	30.69	30.69	30.69
营业利润	-93.07	374.33	609.12	1,174.33	1,598.39
营业外收支	0.79	-72.05	3.39	4.91	4.55
利润总额	-92.28	302.28	612.51	1,179.24	1,602.94
所得税	21.32	92.83	183.75	353.77	480.88
净利润	-113.60	209.45	428.75	825.47	1,122.06
少数股东损益	19.45	21.44	21.44	41.27	56.10
归属母公司净利润	-133.05	188.01	407.32	784.20	1,065.95
EBITDA	294.32	1,569.02	1,537.96	1,827.58	2,166.26
EPS(当年)(元)	-0.09	0.12	0.24	0.47	0.64

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	387.06	438.89	1,242.13	1,204.23	2,153.40
净利润	-113.60	209.45	428.75	825.47	1,122.06
折旧摊销	291.54	1,081.93	689.18	465.23	409.57
财务费用	95.06	184.81	236.27	183.11	153.76
投资损失	10.20	10.30	3.34	3.36	5.63
营运资金变动	-93.96	-1,087.08	-138.26	-302.65	422.75
其它	197.83	39.47	22.83	29.71	39.63
投资活动现金流	-1,007.39	-388.76	225.12	-103.86	-57.77
资本支出	-220.60	-434.30	228.46	-100.50	-52.14
长期投资	-725.25	101.74	-3.34	-3.36	-5.63
其他	-61.53	-56.21	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	721.44	153.67	-228.37	373.05	-2.22
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-89.54	-9.03	391.90	301.00	101.50
支付利息或股息	72.56	72.86	220.27	167.65	128.81
现金净增加额	94.50	197.29	1,222.87	1,457.96	2,068.45

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色金属行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。