

2023年1月11日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

高成长的优质黄金矿企 买入 (首次)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,783	6,981	8,821	10,399
同比	-17%	85%	26%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	583	701	1,383	1,965
同比	-26%	20%	97%	42%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.35	0.42	0.83	1.18
P/E (现价&最新股本摊薄)	52.50	43.64	22.12	15.57

投资要点

- **高成长黄金巨头，剥离非矿业务再出发。**公司位于内蒙古自治区，并在海外布局，为高速成长的民营黄金巨头。2020年公司完成对非矿子公司的剥离，聚焦黄金主业。2022H1公司实现黄金业务毛利占比82%。
- **加息顶点在望，金价或开启新一轮牛市。**黄金作为贵金属，兼具商品和金融属性。复盘历史价格来看，金价与实际利率走势总是呈负相关的关系，数次加息的顶点往往也是黄金牛市的起点。11月美国CPI增速低于市场预期；尽管联储官员发言鹰派，表明美联储加息预期仍强，但目前利率水平离2023年的联储官员预测中值5.1%不远，加息顶点在望；且美国长短债利率倒挂加剧，海外衰退预期加剧，加息边际有望放缓。叠加地缘政治因素，我们认为黄金价格有望开启新一轮的牛市。
- **黄金业务：从聚焦主业到迈向全球。**2021年，公司境内黄金矿业子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业共拥有8宗采矿权和14宗探矿权，保有黄金资源量约52.57吨。公司所属矿山的矿石品位高，为境内少有，单位成本较低，且仍有进一步获取资源的潜力。此外，公司境外子公司万象矿业所辖Sepon铜金矿是老挝最大的有色金属矿山，拥有1宗采矿权和1宗探矿权，保有黄金资源量约158吨；2022年1月，公司收购金星资源62%股权完成交割，由此控制的瓦萨金矿保有金资源量约365吨。我们预计公司2022-2024年实现黄金整体产量14.8吨、17.2吨、21.2吨，增速分别为85%/16%/23%。
- **携手厦门钨业，打造第二增长极。**公司子公司万象矿业于南部矿区勘探出不菲的中重稀土资源；目前稀土需求居高不下，公司与厦门钨业合作有望打造业绩第二增长极。
- **管理层经验丰富，激励到位注入活力。**董事长王建华拥有丰富海外并购经验，曾任山东黄金董事长、紫金矿业总裁。此外公司通过股权激励绑定核心管理层及技术团队，考核标准为黄金产量，有望为公司注入活力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年收入为70/88/104亿元，同比增速为85%/26%/18%；归母净利润分别为7/14/20亿元，同比增速分别为20%/97%/42%。对应PE分别为44/22/16x。此处我们选取山东黄金、湖南黄金为可比公司，得出2023-2024年PE均值为27/20x；公司估值低于可比公司均值。考虑黄金价格持续上行，公司黄金业务高速增长且估值较低，故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**项目进展不及预期；金价波动超预期；政策风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.38
一年最低/最高价	13.50/23.30
市净率(倍)	5.57
流通A股市值(百万元)	30,582.69
总市值(百万元)	30,582.69

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.30
资产负债率(% ,LF)	48.58
总股本(百万股)	1,663.91
流通A股(百万股)	1,663.91

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢杨件和王钦扬的指导。

1. 高成长的黄金巨头，剥离非矿业务再出发

赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司（简称“赤峰黄金”）主营业务为黄金、有色金属采选业务，主要产品为黄金、白银、铜、铋、钼等多种贵金属和有色金属，是全国重点黄金企业集团之一。截至 2021 年上半年境内下属黄金矿山企业共有 8 宗采矿权和 16 宗探矿权，已提交国土资源管理部门评审备案的黄金资源储量约 52.43 吨。公司专注黄金主业，2020 年完成对非矿子公司雄风环保的剥离，2022 年完成金星资源收购并获得加纳 Wassa 金矿的控制权。公司通过海外黄金资源收并购实现黄金产量逐年稳步增加，2021 年黄金产量为 8.10 吨，同比增长 76.4%，2017-2021 年 CAGR 达 40.9%，实现黄金产量约翻 4 番。22H1 公司实现营收/归母净利润 30.46 亿元/4.11 亿元，同比增长 82.1%/2.5%。

2. 黄金行业：加息望迎顶点，金价或开启新一轮牛市

黄金作为贵金属兼具商品属性、金融属性和货币属性，金价影响因素包含通胀率、名义利率、汇率、避险需求、各国央行储备需求、黄金首饰需求等。从商品角度出发，全球黄金供应量自 2018 年开始下行，主要原因为矿产金产量下行。需求方面，金饰需求大幅下降，ETF 及类似产品需求大幅上升。黄金与实际利率负相关，当实际利率下降甚至为负利率时，黄金以其稀缺性和“零利率”吸引市场热情从而价格走高。2022 年 11 月美国通胀低于预期，加之美债长短利差持续倒挂，经济衰退担忧加剧，加息顶点在望，我们认为黄金价格有望开启新一轮的牛市。

3. 黄金业务：从聚焦主业到迈向全球

公司贯彻执行“以金为主”战略方针，自 2019 年起先后收购 LXML(老挝)、入股金星资源，发展动能由资源综合回收板块成功切换至采矿板块，切实聚焦矿产主业。截至 2022H1，公司有色金属采选板块营收比重上升至 94.82%，资源综合回收利用板块营收比重回落至 5.12%。**1) 开发境内金矿潜力：**截至 2022H1，赤峰黄金境内黄金矿业子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业共拥有 8 宗采矿权和 14 宗探矿权，截至 2021 年末集团境内黄金矿业子公司保有黄金资源量约 52.57 吨；公司所属矿山的矿石品位高，较同类矿企生产单位成本较低，毛利率较高。同时，公司黄金矿山分布于全国重点成矿带，有进一步获取资源的潜力。依托境内矿山的资源基础，赤峰黄金各矿山子公司加大对采矿系统、运输系统、选冶系统的技改投入，有效提升生产规模，降低生产成本。**2) 迈向海外，扩产+降本同时进行：**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，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。截至 2019 年底，Sepon 矿山拥有金资源量估算结果为 330 万盎司(1 金衡盎司=31.1034768 克)，矿石量 2500 万吨，平均品位 4.1 克/吨。2020 年，万象矿业重启金矿生产，氧化矿和原生矿处理系统分别于 2020 年 5 月中旬和 8 月末投产运行，年处理矿石能力可达 300 万吨。此外，公司 2022 年完成金星

资源收购并获得加纳 Wassa 金矿控制权。截至 2020 年 12 月 31 日，该矿山共有资源量 364.8 吨，平均品位 3.53 克/吨，其中探明+控制的资源量为 110 吨。矿山经产能提升改造后，黄金产量将有显著提升。3) **黄金产量高增可期**：公司手握高品位矿山，境外矿山大力增产，我们预计公司 2022-2024 年实现黄金整体产量 14.8 吨、17.2 吨、21.2 吨，增速分别为 85%/16%/23%。

4. 携手厦门钨业合作开发稀土资源，打造第二增长极

公司联合厦门钨业合作开发老挝 Sepon 矿区内稀土资源，稀土勘探结果喜人，前景广阔。根据公司公告，Sepon 矿区南部花岗岩分布面积约 50 km²，公司于 2021 年 12 月起对探矿权内南部西区的 10km²范围内进行勘探普查工作，经普查查明矿体 2 个，经估算共获得全相稀土氧化物 (TREO) 内蕴经济资源量 (332+333) 32,047.52 吨，估算面积 9.1km²，矿体平均铅直厚度 4.83m，平均品位 0.045%。在矿区南部西区钻探工程控制范围约 10 km²，实际花岗岩出露面积超 50 km²，因此在矿区内具有较大探矿增储的潜力；另外，矿区外围空白区域约有 330 km²花岗岩出露，仍存在前景广阔的找矿区域。同时，由于矿区水文地质条件简单，工程地质条件简单，地质环境质量良好，为开发创造了良好的内外部条件。公司采用原地浸取工艺提取稀土，具有生产工艺流程简单，成本低、产量高、矿产资源利用率高等优点。公司与厦门钨业的合作实现了对公司重稀土领域技术空白的填充，将赤峰黄金丰富的矿藏资源和国际化的运营管理经验与厦门钨业在稀土矿山开发、冶炼、分离、稀土相关研究等领域的深加工技术和完整产业链实现融合，有效实现了优势互补，将进一步完善公司的产业布局，为公司带来新的利润空间。稀土产业是中国少有的具有绝对垄断优势和绝对领先优势的行业，目前整体处于供不应求。同时，稀土作为新能源领域主要原料，在新能源汽车渗透率增长和风电不断扩张的背景下需求量也将进一步上涨。由于旺季即将来临，各品种稀土价格均出现阶段性触底后回升的情况，氧化镨钕、氧化镝和氧化铽价格自 2022 年 9 月上涨幅度分别为 18%、12%和 7%。

5. 盈利预测、估值与投资建议

考虑公司产能稳步放量，叠加海外地缘政治、美国经济衰退预期等多重因素助推金价继续上涨，我们预计公司 2022-2024 年收入为 70/88/104 亿元，同比增速为 85%/26%/18%；归母净利润为 7/14/20 亿元，同比增速分别为 20%/97%/42%。对应 PE 分别为 44/22/16x。我们选取山东黄金、湖南黄金为可比公司，得出 2023-2024 年 PE 均值为 27/20x；公司估值低于可比公司均值。考虑加息边际放缓有望推动黄金价格持续上行，公司黄金业务高速成长且估值较低，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

6. 风险提示

产能建设不及预期风险、黄金价格超预期波动风险、境外国家经济政策变动风险。

赤峰黄金三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,758	5,409	7,969	11,255	营业总收入	3,783	6,981	8,821	10,399
货币资金及交易性金融资产	1,842	2,997	4,921	7,686	营业成本(含金融类)	2,524	4,123	5,093	5,849
经营性应收款项	75	130	148	179	税金及附加	158	349	459	572
存货	1,412	1,502	1,871	2,202	销售费用	1	17	17	19
合同资产	0	0	0	0	管理费用	235	894	706	364
其他流动资产	428	779	1,029	1,188	研发费用	25	75	90	102
非流动资产	4,295	4,344	4,536	4,770	财务费用	-87	-70	-100	-146
长期股权投资	2	3	4	5	加:其他收益	2	6	10	10
固定资产及使用权资产	2,444	2,264	2,105	1,974	投资净收益	14	7	45	37
在建工程	436	497	592	691	公允价值变动	-2	0	0	0
无形资产	1,181	1,342	1,582	1,826	减值损失	-194	-300	-395	-495
商誉	42	42	42	42	资产处置收益	0	-6	0	-4
长期待摊费用	3	13	28	48	营业利润	747	1,300	2,217	3,187
其他非流动资产	189	183	183	183	营业外净收支	24	-40	3	3
资产总计	8,054	9,753	12,505	16,025	利润总额	771	1,260	2,220	3,190
流动负债	1,342	1,497	1,895	2,232	减:所得税	157	416	666	957
短期借款及一年内到期的非流动负债	214	214	214	214	净利润	614	844	1,554	2,233
经营性应付款项	440	534	692	820	减:少数股东损益	31	144	171	269
合同负债	5	9	9	11	归属母公司净利润	583	701	1,383	1,965
其他流动负债	683	741	981	1,187	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.35	0.42	0.83	1.18
非流动负债	1,711	2,411	3,211	4,161	EBIT	647	1,523	2,457	3,494
长期借款	0	500	1,200	2,100	EBITDA	1,427	1,825	2,777	3,859
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.26	40.94	42.26	43.75
租赁负债	3	203	303	353	归母净利率(%)	15.40	10.04	15.67	18.89
其他非流动负债	1,708	1,708	1,708	1,708	收入增长率(%)	-17.01	84.57	26.35	17.90
负债合计	3,053	3,908	5,106	6,393	归母净利润增长率(%)	-25.69	20.28	97.30	42.09
归属母公司股东权益	4,620	5,321	6,704	8,668					
少数股东权益	381	524	695	964					
所有者权益合计	5,001	5,845	7,399	9,632					
负债和股东权益	8,054	9,753	12,505	16,025					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	755	952	1,522	2,344	每股净资产(元)	2.78	3.20	4.03	5.21
投资活动现金流	-278	-371	-467	-570	最新发行在外股份(百万股)	1,664	1,664	1,664	1,664
筹资活动现金流	56	590	864	981	ROIC(%)	10.20	17.04	21.66	22.84
现金净增加额	531	1,170	1,919	2,754	ROE-摊薄(%)	12.61	13.17	20.62	22.66
折旧和摊销	779	301	321	365	资产负债率(%)	37.90	40.07	40.83	39.89
资本开支	-1,340	-387	-491	-576	P/E(现价&最新股本摊薄)	52.50	43.64	22.12	15.57
营运资本变动	-875	-347	-627	-733	P/B(现价)	6.62	5.75	4.56	3.53

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)
公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

