



2022-05-05

公司深度报告

买入/维持

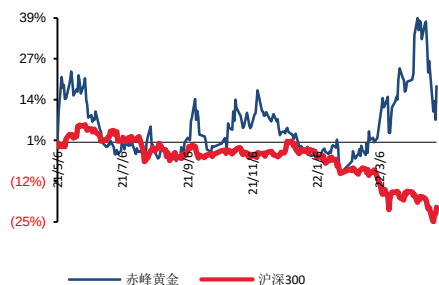
赤峰黄金(600988)

昨收盘: 18.36

有色金属 贵金属

内增外扩促进产量释放，未来可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,664/1,535
总市值/流通(百万元)	30,549/28,185
12 个月最高/最低(元)	21.73/14.04

相关研究报告:

证券分析师: 李帅华

电话: 010-88695231

E-MAIL: lish@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521070002

联系人: 张亚桐

电话: 010-88695231

E-MAIL: zhangyt@tpyzq.com

报告摘要

收购 Wassa 金矿，赋能公司储量更上一层楼。Wassa 金矿现有储量 365 吨，增储增产潜力大。Wassa 金矿是位于加纳最大黄金成矿带 Ashanti 金矿带上的大型年轻在产矿山，后续勘探潜力巨大。公司共持有 3 宗采矿租约和 3 宗探矿权证，另有 2 宗探矿权与第三方进行合作探矿。2021 年 11 月，公司底通过全资子公司赤金香港通过现金方式收购金星资源 62% 的股权，其价格为 18.62 亿元的价格。金星资源的核心资产加纳 Wassa 金矿，金星资源持有 Wassa 金矿 90% 的股权，通过此次并购，公司间接持有 Wassa 金矿 55.8% 的股权。

万象矿业正在实施“一体两翼”发展战略，探矿增储和扩能改造同步进行。万象矿业目前主要从事金和铜矿开采和冶炼，2020 年已重启金矿的生产，积极推进矿山系统建设。目前矿石年处理量达 250 吨/年，未来完全达产后，预计实现产能 300 吨/年。Sepon 铜金矿位于老挝中南部地区，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。截止 2021 年末，Sepon 矿山黄金增储至 158 吨，金资源量增量大概是 55 吨。除此之外，矿区还测量出稀土含量达到工业品位的区域，稀土元素富集，且稀土品位较高，拓宽公司业务边界。

公司重点推进黄金矿厂改扩建项目建设，预计黄金矿厂年矿石处理量将达 90 万-100 万吨。目前，华泰矿山、五龙矿山和吉隆矿山的选矿厂日矿石处理能力分别为 250 吨、450 吨和 1200 吨，总计 1900 吨。后续五龙矿山智能化选矿厂建设完成后，矿石处理能力由 1200 吨/天提升至 3000 吨/天；吉隆矿业稳步推进改扩建项目，计划将矿石处理能力从 450 吨/天提升至 1000 吨/天。

目前瀚丰矿业矿石日处理能力达到 2000 吨/日。为有效利用深部资源，瀚丰矿业投产建设立山矿千米竖井工程，计划于 2022 年底前竣工。瀚丰矿业在 2021 年办理完成了立山矿变更登记，采矿证期限延长为 29 年，证载生产规模由原来的 16.5 万吨/年提升到 60 万吨/年。瀚丰矿业的生产规模升级有助于长远性整体规划布局，将使瀚丰矿业步入跨越式发展阶段。

美联储如期加息缩表。北京时间 5 月 5 日凌晨，美联储公布 5 月会议决议。FOMC 票委一致决定加息 50bp，将联邦基金基准利率提升至 0.75%-1%；同时美联储公布缩表计划。美联储会议新闻发布会后，黄金等

大类资产一度大涨,这是由于加息实际落地时多伴随市场的风险情绪释放从而通常会导致黄金价格有所上行,截止 2022 年 5 月 4 日,黄金价格上涨至 1881.1 美元/盎司,同比前一交易日上涨了 0.71%。

中长期看,5 月份加息落地,预期加息步伐有所放缓,滞胀仍然主导市场情绪,黄金的保值属性和投资价值再次凸显,有望开启新一轮上涨。

投资建议: 预计公司未来几年业绩将持续增长,预期 2022/2023/2024 年公司营业收入为 81.12/98.72/116.53 亿元;实现归母净利润分别为 15.47/22.15/29.34 亿元,对应的 EPS 分别为 0.93/1.331/1.763 元。以 2022 年 5 月 5 日收盘价 17.25 元为基准,对应 PE 分别为 18.56/12.96/9.78 倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示: 宏观经济政策变动;美国经济增长超预期;公司产能不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	3783	6111	7746	9584
(+/-%)	(17.00)	61.54	26.76	23.73
净利润(亿元)	583	1053	1607	2350
(+/-)	(25.69)	80.76	52.64	46.19
摊薄每股收益(元)	0.35	0.63	0.97	1.41
市盈率(PE)	42.57	27.26	17.86	12.21

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 黄金业内新贵，潜力无限.....	5
(一) “以金为主”，打造国际化黄金矿企.....	5
(二) 股权结构及股东背景.....	5
(三) 专注黄金，业绩增长新驱动.....	6
二、 内增外扩，黄金民营企业崛起.....	10
(一) 境内黄金矿山禀赋资源，强势增储扩产.....	10
(二) 老挝 SEPON 矿山实施“一体两翼”战略.....	12
(三) 收购 WASSA 金矿，助力黄金产量更上一层楼.....	14
(四) 瀚丰矿业，非“金”业务增砖添瓦.....	16
三、 滞胀来临，驱动黄金价格上涨.....	16
(一) 俄乌冲突持续，促使黄金发挥“避险属性”.....	错误!未定义书签。
(二) 滞胀风险加剧，黄金配置重要性凸显.....	18
四、 盈利预测及估值.....	20
(一) 盈利预测.....	20
(二) 估值及投资建议.....	21
五、 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权架构	6
图表 3: 2016-2021 年 3 季度营业收入	9
图表 4: 2021 年 6 月产品营收构成	9
图表 5: 2016-2021 年 3 季度归母净利润	9
图表 6: 2016-2021 年 3 季度毛利率	9
图表 7: 2016-2021 年 3 季度各项费用	10
图表 8: 2016-2021 年 3 季度费用率	10
图表 9: 境内黄金矿山资源量	11
图表 10: 国内主要金矿品位	11
图表 11: SPEON 矿山股权架构	12
图表 12: SPEON 地理位置	12
图表 13: SEPON 矿山资源量	错误!未定义书签。
图表 14: WASSA 金矿股权架构	14
图表 15: WASSA 金矿资源量	15
图表 16: 截止 2020 年底, 瀚丰矿业资源量情况	16
图表 17: 2022 年以来, 黄金价格走势	17
图表 18: BRENT 原油价格指数	17
图表 19: 美国近 40 年的 CPI	19
图表 20: 黄金价格 vs 美国 TIPS 收益率	19
图表 21: 美债利差 vs 联邦基金目标利率	19
图表 22: 主营业务收入及盈利预测	20
图表 23: 键入图表的标题	21

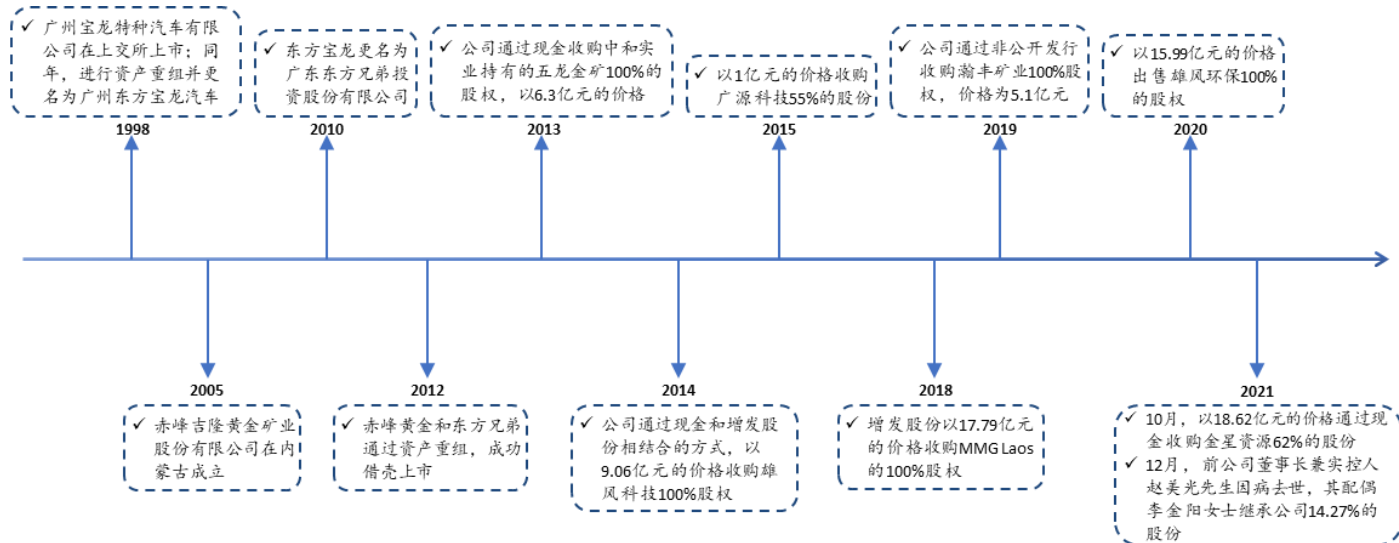
一、黄金业内新贵，潜力无限

(一) “以金为主”，打造国际化黄金矿企

成立于 2005 年，赤峰黄金是全国重点黄金企业集团之一，主营业务为黄金、有色金属采选及资源综合回收利用。2012 年，公司与上市公司 ST 宝龙实施重大资产重组，完成借壳上市；2013-2019 年，公司分别完成对五龙黄金、雄风环保、广源科技、MMGLAOS 以及瀚丰矿业的收购；2017 年，公司出资成立赤金地地质勘查技术有限公司，为公司未来勘探发展提供技术支撑；2020 年，剥离非矿子公司雄风环保；2022 年 1 月，公司收购了金星资源 62% 的股权，获得其核心资产 Wassa 金矿的控制权，极大地提高了公司的黄金保有资源量，有利于公司进一步拥有广泛的业务，实现国际化布局。

确定“以金为主”发展战略，聚焦黄金业务发展。2020 年公司剥离非矿石采选业务，出售雄风环保 100% 股权，同年老挝万象矿业重启金矿生产。同时，公司加大海内外并购步伐，收购 Wassa 金矿，拓展公司黄金采选业务并向海外布局。

图表 1：公司历史沿革



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 股权架构及子公司

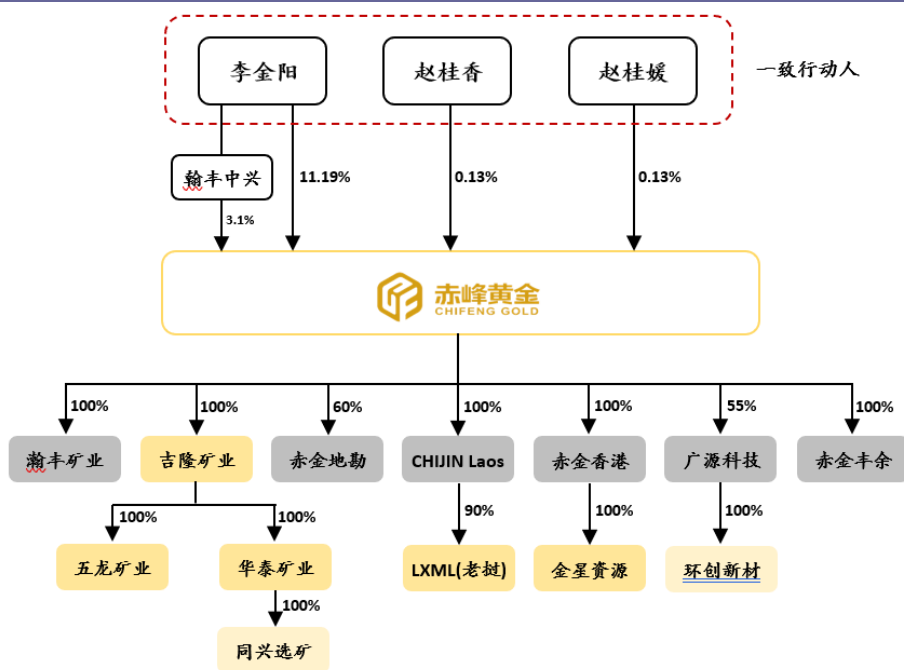
公司实际控制人为李金阳女士，但其不参与公司经营。截止 2022 年 4 月，李金阳女士直接持有公司 11.19% 的股份，系从其配偶赵美光先生去世后继承所得；同时通过瀚丰中兴简介持有公司 3.10% 的股份。公司一致行动人为李金阳与瀚丰中兴、赵桂香、赵桂媛。其中，赵美光的胞姐赵桂

香和赵桂媛分别持有公司 0.13% 的股权，与李金阳女士合计持股 14.54%。

引入优质投资者，为优化上市公司股权结构同时筹措资金用于偿还债务。2022 年 3 月底，李金阳女士协议转让 5.77% 的股权给华能贵诚，总计 9600 万股，但尚未办理登记过户。

公司业务主要通过下属子公司开展。子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业及金星资源从事黄金采选业务；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金、铜矿开采和冶炼，2020 年已重启金矿的生产；广源科技从事废弃电器电子产品处理业务。

图表 2：公司股权架构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）管理层资深，健全激励机制

管理层具有丰富的黄金产业并购和生产管理经验，业内影响力大。公司的经营管理团队由在矿业领域和资本市场有丰富经验的专家组成，涵盖企业管理、采矿、选矿、地质、测量、财务、法律等各个专业。以下是公司主要管理层：

- 董事长王建华先生具有丰富的矿业并购和管理经验，曾任山东黄金董事长和紫金矿业总裁，期间两家上市公司完成了一系列金矿和铜矿为主的大型矿山并购，包括山东黄金的三山岛金矿、玲珑金矿；以及紫金矿业的波格拉、诺顿金田、坤宇黄金、黑龙矿山、科卢韦齐和卡莫阿等大型金矿和铜矿的收购。2018 年 6 月至今，任北京瀚丰联合科技有限公

司副董事长、总裁；2018年9月至2019年12月，任赤峰黄金董事；2019年12月至今，任赤峰黄金董事长。

- 副董事长吕晓兆曾任吉隆矿业董事、总经理；执行总裁李金千先后就职于中国黄金集团、紫金矿业集团、中国中钢集团，曾任董事傅学生曾任山东黄金集团公司总经理助理、山东黄金集团有限公司总工程师、首席科学家和技术中心主任兼山东黄金集团科技有限公司董事长。后任瀚丰科技董事，副总裁。

图表 3：主要管理层及职务

姓名	职务（注）	任期起始日期	任期终止日期
王建华	董事	2018-09-17	-
	董事长	2019-12-21	-
吕晓兆	董事	2012-12-14	-
	副董事长	2019-12-21	-
	总裁	2020-01-22	-
高波	董事	2012-12-14	-
	总经理	2012-02-24	2020-01-22
	执行总裁	2020-01-22	-
傅学生	董事	2018-09-17	-
	联席总经理	2018-09-17	2020-01-22
	执行总裁	2020-01-22	-
赵强	董事、财务总监	2012-12-14	-
	执行总裁	2020-01-22	-
李金千	监事	2018-09-17	2020-02-27
	董事、执行总裁	2020-02-27	-
Paul Harris	董事	2020-02-27	-
张旭东	独立董事	2020-02-27	-
李焰	独立董事	2018-09-17	-
阮仁满	独立董事	2018-09-17	-
郭勤贵	独立董事	2018-09-17	-
武增祥	监事会主席	2020-02-27	-
张磊	监事	2020-02-27	-
韩坤	职工代表监事	2018-09-17	-
周新兵	董事会秘书	2013-04-25	-

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

建立和完善劳动者和所有者利益共享机制，将员工利益与公司利益紧密结合在一起，有利于公司长远发展。公司主要通过直接转让管理层股权和员工持股计划两种方式，具体来看：

- 2020年11月16日，前实际控制人赵美光向董事长王建华转让赤峰黄金5.90%股权，王建华由此成为公司重要股东之一。王建华先生受让5.90%股权之后，直接持有嘉兴凯铨49.9750%的股权；随后，赵美光先生向嘉兴凯铨转让赤峰黄金5.39%的股份。因而，和嘉兴凯铨成为一致行为人，合计持有公司股份187,815,234股，占公司总股本的11.29%。
- 2021年11月14日，王建华先生与天诚东泰、嘉兴凯铨签署《关于嘉兴凯铨投资合伙企

业（有限合伙）之合伙企业财产份额转让协议》，王建华先生拟将其所持有的嘉兴凯铖 49.9750% 的合伙份额全部转让给天诚东泰。本次份额转让后，王建华先生与嘉兴凯铖一致行动关系终止。王建华先生总计持有赤峰黄金 5.90% 的股权。

- 截止 2022 年 4 月，公司共实施两期员工持股计划，拟回购不超过 8319.54 万股，占总股本不超过 5.00%。其中，一期计划已经完成，回购价格区间为 15.00 元/股-22.00 元/股，最低成交价格为 15.00 元/股，最高成交价格为 16.90 元/股。本次回购股份数量为不超过公司当前总股本的 2.50%，即 4159.77 万股，占总股本的 2.50%，并由公司主要高管通过上交所系统以集中竞价交易方式增持公司股份，锁定期为 1 年。截止 2021 年 4 月 30 日，已支付的资金总额为人民币 66,338.70 万元（含交易费用）。二期计划已批准通过，尚未开始实施。这些举措进一步改善公司治理水平，吸引和保留优秀管理人才和核心骨干，提高职工积极性和公司竞争力，促进公司长期、持续、健康发展。

图表 4：员工持股计划(一期)——管理层增持股份情况

姓名	职务	增持数量 (股)	成交均价 (元 /股)	本次增持前 持股数量 (股)	本次增持后 持股数量 (股)	持股比例 (%)	增持日期 (年-月-日)
直接受让股份							
王建华	董事长	98,170,771	17	0	98,170,771	5.9	2020/11/16
员工持股计划（一期）							
吕晓兆	副董事长、总裁	69,500	14.39	0	69,500	0.0042	2021/2/8
高波	董事、执行总裁	67,300	14.85	0	67,300	0.004	2021/2/8
傅学生	董事、执行总裁	65,000	15.07	0	65,000	0.0039	2021-2-8至2021-2-9
赵强	董事、执行总裁、财务总监	204,000	15.24	0	204,000	0.0123	2021/2/9
李金千	董事、执行总裁	131,700	15.19	0	131,700	0.0079	2021/2/9
周新兵	董事会秘书	65,500	15.29	0	65,500	0.0039	2021/2/9

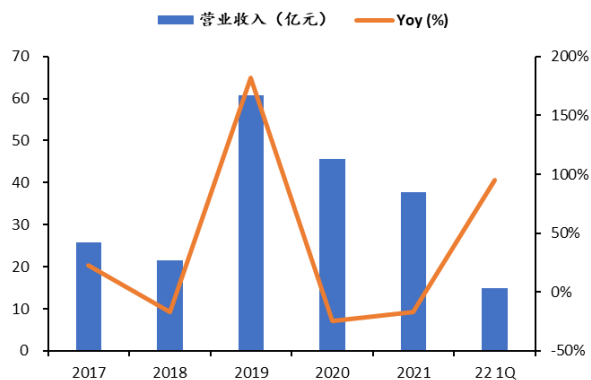
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 提升业务和降本增效双向发力，驱动业绩增长

公司重心向黄金业务转移，矿产金产量增长未来可期，带动收入不断攀升。营业收入方面，2021 年公司实现营业收入为 37.83 亿元，同比下降了 17.01%，公司营业收入的下滑主要是公司完成原全资子公司雄风环保 100%股权转让，雄风环保自 2020 年 7 月起不再纳入合并范围所致；2022 年第一季度公司实现营业收入 14.88 亿元，后者同比增涨了 94.92%，公司收入迅速攀升主要是由金星资源有限公司自 2022 年 2 月起纳入合并范围且公司主要产品产销量较上年同期增加所致。2021 年和 2022 年第一季度，公司矿产金产量分别为 8.10 吨和 3.26 吨，分别同比上涨了 76.42%和 47.59%。营收结构方面，公司营收主要来源为黄金、电解铜、锌精粉产品；截止 2021 年底，黄金

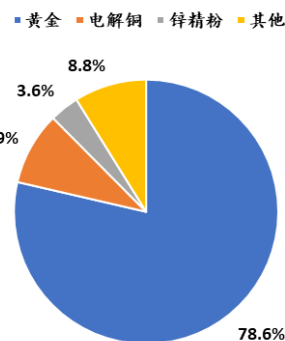
和电解铜营收占比分别为 78.6%和 8.9%，合计超过 85%。随着未来公司 Sepon 铜金矿的生产重点由铜转向金以及 Wassa 金矿的投产，预计公司黄金业务收入占比将显著提升。

图表 5：2017-2022 年 1 季度营业收入



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

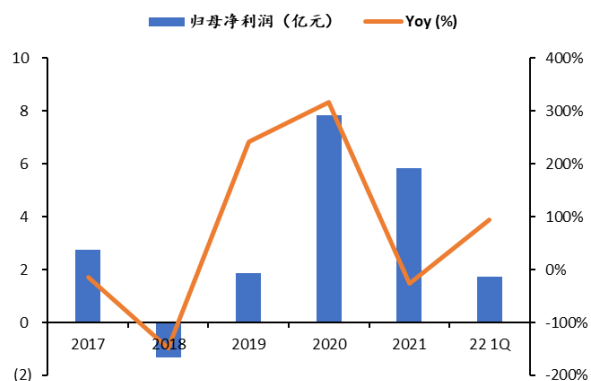
图表 6：2021 年度产品营收构成



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

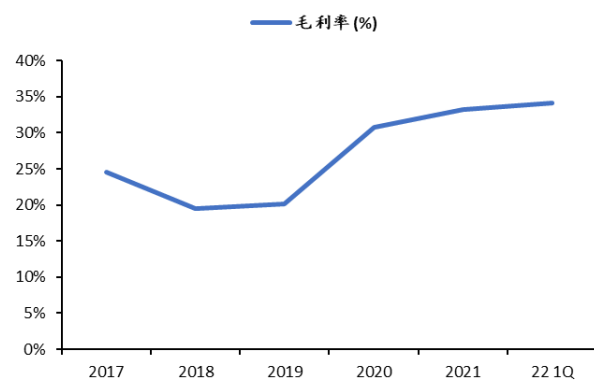
利润端，公司归母净利润有增长驱动力，盈利水平逐步提高。2021 年和 2022 年第一季度分别实现归母净利润 5.83 亿元和 1.74 亿元，前者同比下降了 25.69%。后者同比增长了 3.23%。自 2018 年以来，毛利率一直在攀升，公司盈利能力逐步提高。

图表 7：2017-2022 年 1 季度归母净利润



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：2017-2022 年 1 季度毛利率

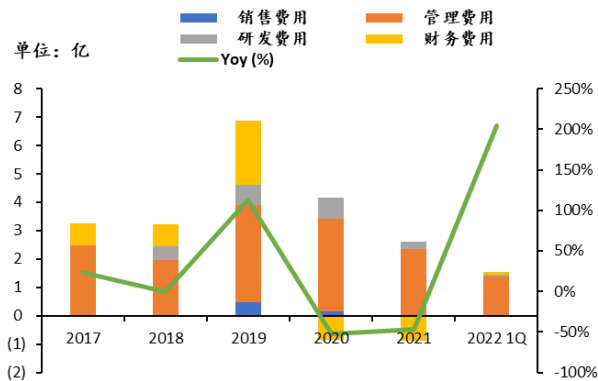


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司严格控制费用支出，费用总额整体呈下降趋势，效果显著。2021 年度费用总额为 1.74 亿元同比下降了 47.2%，主要系万象矿业电解铜产量减少使相应的运费减少所致，以及雄风环保不再纳入合并范围及五龙矿业无形资产摊销减少所致；2022 年第一季度的费用总额为 1.55 亿元，同比大幅增长了 204.0%，费用大幅上涨主要是因为金星资源有限公司自 2022 年 2 月起纳入合并范围。

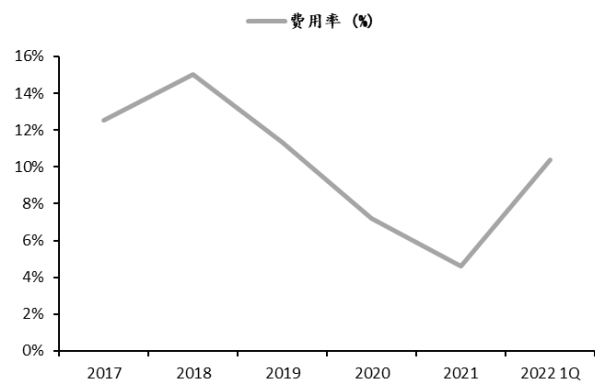
从费用率的变动情况来看，2021 年度和 2022 年第一季度费用率分别为 4.6%和 10.4%，前者同比下降 2.6pct，后者同比上升 3.7pct，短期内公司受到新并入公司的影响，费用率较上期有所增长，但长远看，公司控本增效实施效果显著，预期费用率将有所下降。

图表 9：2017-2022 年 1 季度各项费用



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：2017-2022 年 1 季度费用率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司资产负债率一季度有所回升，2021 年度和 2022 年第一季度的资产负债率分别为 37.90% 和 48.11%。2022 年第一季度的资产负债率有所回升，环比上涨 10.21%，主要系 2022Q1 增加了 3.5 亿短期借款和 12.63 亿长期借款。

二、内增外扩，产量迅速释放

（一）境内黄金矿山禀赋资源，增储扩产潜力大

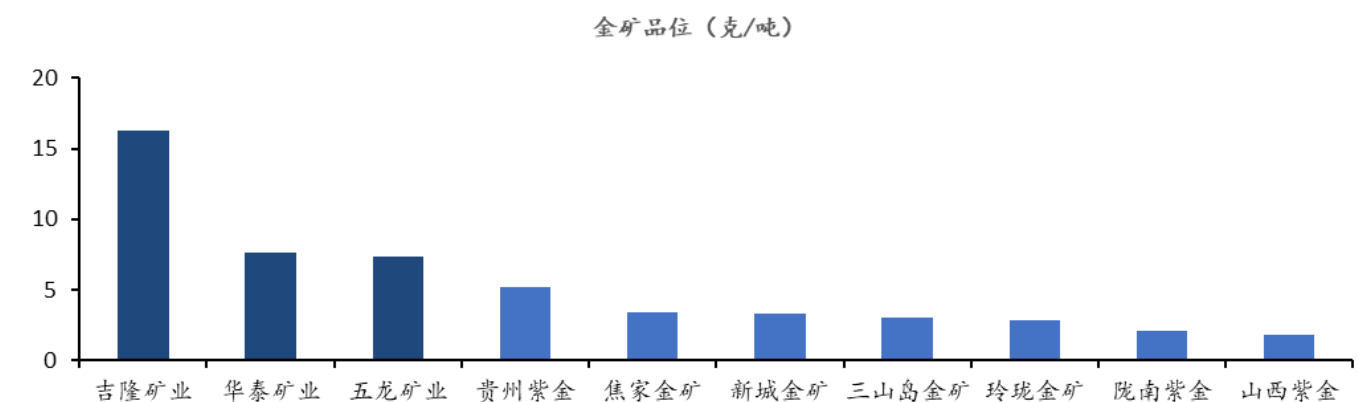
公司在国内拥有三座黄金矿山，属国内少有的高品位富矿床，其保有资源量约 52.57 吨。境内黄金矿山系吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业，公司拥有其 100% 权益，分别由所属子公司运营；三座矿山共拥有 8 宗采矿权和 14 宗探矿权；2021 年末保有黄金资源量约 52.57 吨。公司所属矿山的矿石品位高，其中吉隆矿业所属矿区的平均品位为 14.57 克/吨，华泰矿业所属矿区的平均品位为 7.31 克/吨，五龙矿业所属矿区的平均品位为 8.00 克/吨。凭借较高品位的矿石资源，公司较于国内同类企业有较低的黄金生产单位成本和较高的毛利率。

图表 11：境内黄金矿山和万象矿山资源量

矿山名称	主要品种	资源量 (矿石量：万吨)	品味 (克/吨)	年产量 (矿石量：万吨)	资源剩余 可开采年限	许可证/采矿权有效期
吉隆矿业	黄金	42.38	15	12	4	2023.09
华泰矿业	黄金	304.89	7	18.89	16	2022.06/2021.11/2025.11 /2022.09/2023.09/2024.11
五龙矿业	黄金	127.74	8	10	13	2035.08
万象矿业	黄金	5910	3	300	20	2023.09

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：国内主要金矿品位



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

公司积极开展探矿增储工作，至 2023 年预获黄金资源量 65.76 吨。2022-2023 年公司计划在现有国内矿山投入坑探工程 17 万米、钻探工程 18 万米，开展矿区深部及外围的综合找矿评价，预获黄金资源量 65.76 吨、有色金属资源量 40 万吨。公司与辽宁省有色地质局建立技术合作关系，有针对性地开展矿山后备资源勘查工作。**五龙矿山：**2021 年上半年，由国家自然资源部牵头承担的国家重点研发计划“深地资源勘查开采”重点专项“华北克拉通辽东/胶东重要成矿区带金多金属矿深部预测及勘查示范”项目 3000 米深钻在五龙矿业开工启动。国家科技部将五龙金矿矿集区定为重点勘查靶区，并支持实施深度达 3000 米的东北地区固体矿产第一个深孔钻，进一步验证该区域良好的成矿条件，为辽东半岛打造“千吨级”金矿基地、形成中国黄金产地“南胶东、北辽东”的资源格局提供科技支持。**华泰矿业：**公司逐步开展对华泰矿业红花沟详查区的探矿设计，开展探矿工作。

产能扩张方面，公司重点推进改扩建项目建设，预计年矿石处理量将达 90 万-100 万吨。目前，华泰矿山、五龙矿山和吉隆矿山的选矿厂日矿石处理能力分别为 250 吨、450 吨和 1200 吨，总计 1900 吨。1) 公司推进五龙提产扩产项目建设，计划升级为集自动化、智能化为一体的现代化选矿厂，将矿石处理能力由 1200 吨/天提升至 3000 吨/天。该改扩建项目已于 2021 年底建成并

进入试运行阶段，比计划时间提前了 6 个月，其自动化水平居国内领先水平。预计五龙矿业每年为公司贡献 3 吨黄金产量。2) 吉隆矿业稳步推进改扩建项目，计划将矿石处理能力从 450 吨/天提升至 1000 吨/天，预计 2023 年 6 月左右建成一座智能化、数字化、节能环保的新型选矿厂。

图表 13：五龙矿山智能化矿厂



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：国内矿山产能前后对比

子公司	目前矿石处理量	预期矿石处理量	完成进度
五龙矿业	1200吨/天	3000吨/日	2021年底正式竣工达产
吉隆矿业	450吨/天	1000吨/日	选厂升级改造项目已启动，预计2023年6月左右建成，并投产
华泰矿业	250吨/天	250吨/天	近几年没有扩建计划

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

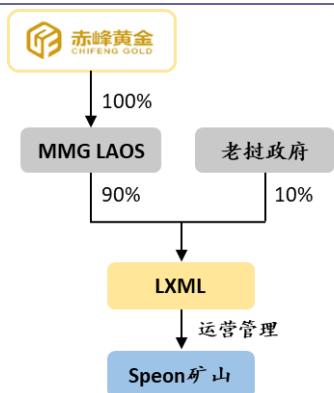
(二) 老挝 Sepon 矿山实施“一体两翼”战略

重启黄金开采业务，发挥其先天资源和技术优势。万象矿业（LXML）目前主要从事金和铜矿开采和冶炼，2020 年已重启金矿的生产。公司于 2018 年通过收购 MMGLaos 的 90% 股权间接持有万象矿业，LXML 的核心资产系 Sepon 铜金矿，位于老挝中南部地区，是老挝最大的有色金属矿山，资源丰富；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 1,247 平方公里范围内的矿产资源勘探及开采的独占权利。

根据 LXML 与老挝政府的相关协议，Sepon 金矿的运营期自 2003 年 3 月 1 日开始，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，最长不超过 50 年。LXML 当前采矿权许可采矿品种为铜、金，有效期至 2023 年 9 月。老挝 Sepon 铜金矿已持续稳定运营 15 年以上，拥有国际先进的矿业生产技术和矿山管理方法，因此公司在收购 Sepon 矿山之际，就开始布局其黄金开采业务的重新启动以充分利用其资源和技术优势。同时，公司在资源勘探、黄金采选技术工艺、供应链管理等方面加强境内外子公司的优势互补，发挥协同效益。

图表 15：Sepon 矿山股权架构

图表 16：Sepon 地理位置



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

万象矿业正在实施“一体两翼”发展战略，探矿增储和扩能改造同步进行。截至 2021 年末，Sepon 矿山拥有保有金资源量约为 158 吨，较 2020 年增量约 55 吨。Sepon 矿山拥有矿石量 5910 万吨，量同比增长 118.89%，矿区分为原生金矿和氧化金矿，原生矿的金金属量品位远好于氧化矿的品位平均 1.5 克/吨，平均品位。

公司持续投入资金加大勘探投入力度，在现有矿区的深部、矿区的北部、东部等区域，均有新的找矿发现。其中，黄金增量为 55 吨，另有达到工业品位的稀土资源。公司预计投入资金 500 万美元完成勘查以及开发前期工作，为进一步和第三方资源开采商合作做铺垫。目前，公司在 Sepon 矿区北部 Senoy 东部区域发现数条潜力巨大的石英脉型易选金矿带，在矿区北部土壤样品发现稀土元素的异常富集，并且重稀土比轻稀土更富集，并且测量出稀土含量达到工业品位的区域，且稀土品位较高。

公司氧气站建设投产助推金矿生产规模增至 300 万吨/年。万象矿业于 2020 年 5 月中旬氧化矿处理系统投产运行，8 月末原生矿处理系统投产运行，其处理系统提前 5 个月投产运行，目前具备选矿能力 250 万吨，为完成全年产量计划奠定了坚实基础。针对原生金矿相对氧化金矿品位高、回收率低的特点，万象矿业成立了“塞班 2.5 项目”团队，通过新建氧气站，实现双 POX（高压氧化釜）的全负荷运营，将处理量从单 POX 的 62 吨/小时的处理能力翻倍提升到 124 吨/小时，项目于 8 月初建设完成后，原生矿的处理能力将提升 60%，显著提高回收率，降低生产成本，充分释放产能。完全达产后，矿山年处理能力预计可达 300 万吨。

预期产量方面迅速恢复并提升，盈利水平有望大幅提升。受疫情影响，项目建设延期致使投产延迟，2021 年黄金产量未完成目标，原计划矿产金产量达到 5-5.5 吨。2022 年，公司将继续维持原定目标的基础上，完成 2021 年未完成的部分，希望实现 8-10 吨的矿产金贡献量；更未来的远景目标，预期达成 10-12 吨的产量。Sepon 矿山成矿条件相对复杂，待 Sepon 矿运行开始趋于稳定，后续配合摸索提升回收率的工艺路线，原生矿的回收率也将稳步提高，预计回收率从 40%-50%

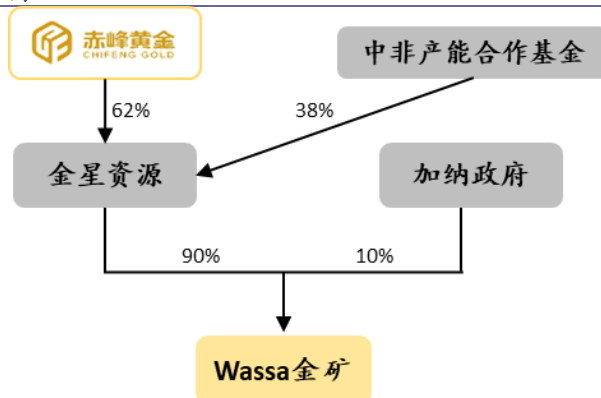
提升至 80%。届时，矿产金成本将得到改善，利润率将继续持续攀升。

铜资源方面，Sepon 目前具备铜资源量 53.34 万吨，平均品位约 2%，阴极铜年产能约 8 万吨/年，当前采矿权有效期至 2023 年 9 月。2021 年和 2022 年第一季度，阴极铜产量分别为 5020 吨和 2155.82 吨，随着万象矿业全面转向矿金生产，电解铜产量将逐步减少。考虑铜价上涨等因素，我们预计 2022-2024 年公司阴极铜权益产量约 1/1/1 万吨，铜业务对公司的营收影响趋于淡化。

(三) 收购 Wassa 金矿，赋能黄金储量提升

收购 Wassa 金矿，助推黄金产量升级。加纳是非洲政权、政策稳定，黄金采掘业发达的国家，有众多大型国际矿业公司在加纳经营黄金矿山，包括纽蒙特黄金、金田、英美资源、金罗斯等。2021 年 11 月，公司底通过全资子公司赤峰香港以每股 3.91 美元的价格，以现金方式收购金星资源全部已发行和流通的普通股的 62%，交易对价约 2.91 亿美元，约合人民币 18.62 亿元，其余 38% 的股权由第三方中非产能合作基金出资收购。金星资源的核心资产加纳 Wassa 金矿，金星资源持有 Wassa 金矿 90% 的股权，当地政府持有 10% 的股权。通过此次并购，公司间接持有 Wassa 金矿 55.8% 的股权。

图表 17: Wassa 金矿股权架构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

Wassa 金矿现有储量 365 吨，增储增产潜力大。Wassa 金矿是位于加纳最大黄金成矿带 Ashanti 金矿带上的大型年轻在产矿山，后续勘探潜力巨大。公司共持有 3 宗采矿租约和 3 宗探矿权证，另有 2 宗探矿权与第三方进行合作探矿。矿山共有资源量 1172 万盎司(364.8 吨)，平均品位 3.53 克/吨，其中探明+控制资源量为 353.7 万盎司(110 吨)。Wassa 矿山于 1992 年 9 月取得采矿租约，期限 30 年，将于 2022 年 9 月到期。Wassa 租约规定开采面积为 5,289 公顷，后为满足矿业委员会地方电网的要求重新进行了边界申请，预计开采总面积将增加至 6,496 公顷。2022 年 1 月 26 日，

加纳土地和自然资源部签发新的 Wassa 采矿权租约，租约有效期至 2047 年 1 月 25 日。截至 2021 财年，Wassa 矿山累计已产黄金 240 万盎司。

图表 18: Wassa 金矿采矿权和探矿权详情

名称	权证类型	获得日期	到期日期(年-月-日)	面积(平方千米)	第三方权利人
Wassa	Mining Lease (采矿权)	1992-09-17	2022-09-16	52.89	加纳政府
Benso		2020-08-25	2031-08-24	19.45	加纳政府
Hwini Butre		2020-08-25	2031-08-24	43.00	加纳政府
Dwaben (Safri)	Reconnaissance Licence (探矿权)	2006-02-02	(expired in 2020)	26.92	/
Benso (Chichiwelli)	Prospecting Licence (探矿权)	2007-09-27	-	22.46	/
Abura	Abura Prospecting Licence (探矿权)	2018-12-13	44542	65.10	受限于与 Bowden Gold Resources Limited 的期权协议
Manso 1	Prospecting Licence (探矿权)	2005-01-10	-	101.60	/
Manso 2	Prospecting Licence (探矿权)	2007-09-07	-	21.38	受制于与 Pacific Mining Limited 的期权协议
合计				352.80	

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 19: Wassa 金矿资源量

	矿石量 (百万吨)	品味 (克/吨)	金属量 (吨)	金属量 (千盎司)
探明	5.9	4.45	26.3	843
控制	23.37	3.59	83.9	2693
推断	74.02	3.44	254.6	8183
合计	103.29	3.53	364.8	11720

资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

金星资源于 2002 年 9 月自渣打银行收购 Wassa 矿山 90% 的股权，收购时 Wassa 矿山主要以露天开采为主，通过堆浸法年处理量约 300 万吨。2005 年，Wassa 矿山的 CIL 选矿加工厂建成并正式投产，2013 年加工厂产能得到提升，年处理能力为 270 万吨。自 2015 年开始转入地下矿开采。Wassa 矿山目前生产区域具备完善的生产系统，井下设备设施齐全，维修车间、泵站、逃生系统等建设完备。主要基础设施包括：(1) 日处理能力约 8000t 的选冶厂；(2) 现场燃气发电厂，共两台发电机组，总装机功率为 26MW，配两台 8MVA 主变压器(11KV/34.5KV)；(3) 尾矿库；(4) 膏体充填站工艺流程和设备完善；(5) 营地及生活区。

产量方面，Wassa 矿山今年预计产量近 5 吨。瓦萨矿山生产工艺稳定，堆浸法选厂运行良好，

短期内没有扩建计划，公司前期重点工作在于通过采矿工艺和方法优化提升采矿量，目前主要改斜坡道为竖井工程提升效率来增加采矿量 and 处理矿量。公司预计今年瓦萨金矿贡献接近 5 吨的产量，未来通过开拓地下矿山，产量近几年每年增加 1 吨左右，后面实现增至 8 吨。公司未来也会通过规模生产来适度降低成本，提高矿产盈利。

(四) 瀚丰矿业，非“金”业务增砖添瓦

除黄金采选外，全资子公司瀚丰矿业主营锌、铅、铜、钼采选业务，拥有 2 宗采矿权和 1 宗探矿权，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。

公司在国内拥有 2 座多金属矿山，区域成矿地质条件优越。截止于 2021 年底，立山矿主矿产为锌，矿区锌平均品位为 3.255%，金属量为 64.08 万吨；共生矿产为铅和铜，金属量为 5.89 万吨和 1.58 万吨；伴生矿产有铅、铜和银，金属量分别为 2.85 万吨、2.60 万吨和 352 吨。东风矿主矿产为锌，矿区锌平均品位为 3.96%，金属量为 2.80 万吨；共生矿产有铜和钼，金属量分别为 3422 吨和 1372 吨；伴生矿产为铅，金属量为 1507 吨。截止 2020 年 12 月，经评审备案，立山铅锌矿深部新增主矿产锌金属量 54.26 万吨，铜金属（伴生+共生）3.09 万吨，铅金属量 2.86 万吨，银金属量 131 吨。

图表 20：截止 2021 年底，瀚丰矿业资源量情况

矿区名称	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	采矿权有效期
立山矿	锌(Zn)	主矿产	1969	640,812	3.255	28年	2021.08.27-2050.08.27
	铅(Pb)	共生矿产	390	58,864	1.508		
		伴生矿产	1579	28,496	0.18		
	铜(Cu)	共生矿产	416	15,760	0.379		
		伴生矿产	1579	26,023	0.165		
	银(Ag)	伴生矿产	1872	352	18.806g/t		
东风矿	锌(Zn)	主矿产	70.66	27,962	3.957	5年	2019.04.28-2025.02.24
	铅(Pb)	伴生矿产		1,507	0.213		
	铜(Cu)	共生矿产		3,422	0.484		
	钼(Mo)	共生矿产	74.52	1,372	0.184		

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

目前瀚丰矿业矿石日处理能力达到 2000 吨/日。为有效利用深部资源，瀚丰矿业投产建设立山矿千米竖井工程，计划于 2022 年底前竣工。瀚丰矿业在 2021 年办理完成了立山矿变更登记，采矿证期限延长为 29 年，证载生产规模由原来的 16.5 万吨/年提升到 60 万吨/年。瀚丰矿业的生

产规模升级有助于长远性整体规划布局，将使瀚丰矿业步入跨越式发展阶段。

三、中长期看，黄金配置价值凸显

美国经济基本面和实际利率是影响黄金价格的核心因素。黄金具有货币属性、金融属性和商品属性，黄金的特殊属性决定了其价格受到宏观经济的相关因素影响。在黄金的货币属性下，其价格受两大因素影响，一是黄金与计价货币美元之间的替代性，即与信用货币的博弈；二是其作为货币的避险属性。黄金作为一种大类资产，具有金融投资的属性。在黄金的金融属性下，其价格受两大因素影响，一是由于黄金“零票息”，其价格与实际利率水平负相关，美债实际利率刻画了持有黄金的机会成本，美国国债的收益率越低，黄金的配置价值就越凸显；二是作为保值投资品，与通胀预期正相关。因此黄金的价格与美债实际利率水平密切相关。这些因素的背后实际驱动力，主要来自美国经济基本面及实际利率。

中长期多因素催化下，黄金价格未来或将持续强势。虽然在短期内，美元指数持续走高和全球央行的加息预期令黄金承压，但随着美联储加息落地，黄金再次上涨，截止 2022 年 5 月 4 日，黄金价格上涨至 1881.1 美元/盎司，同比前一交易日上涨了 0.71%。从中长期来看，加息步伐有望放缓，滞胀风险仍然主导市场情绪，叠加地缘政治冲突等多种外部客观因素的共同推动下，黄金价格预计有望持续坚挺。

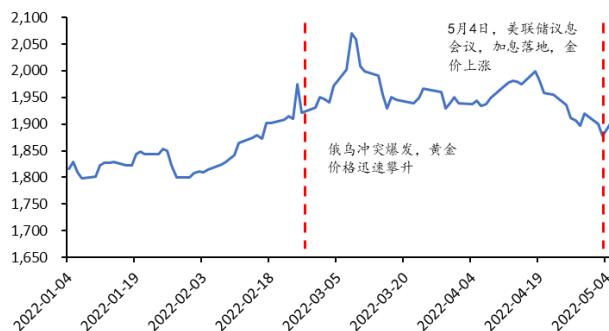
(一) 加息步伐有望放缓，短期内金价上行压力释放

美联储如期加息缩表。北京时间 5 月 5 日凌晨，美联储公布 5 月会议决议。FOMC 票委一致决定加息 50bp，将联邦基金基准利率提升至 0.75%-1%；同时美联储公布缩表计划。美联储会议新闻发布会后，黄金等大类资产一度大涨，这是由于加息实际落地时多伴随市场的风险情绪释放从而通常会导致黄金价格有所上行，截止 2022 年 5 月 4 日，黄金价格上涨至 1881.1 美元/盎司，同比前一交易日上涨了 0.71%。

图表 21：2022 年以来，黄金价格走势

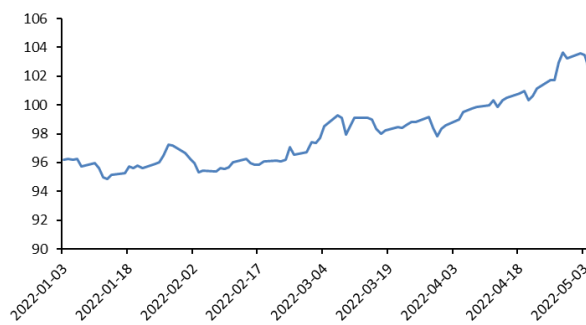
图表 22：美元指数

黄金价格（美元/盎司）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

美元指数



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

长远来看，美联储加息步伐有望放缓。虽然本次加息是2000年5月以来首次一次性加息50bp，同时缩表，但由于此前美联储众多官员对市场预期的引导非常充分，所以这一行动并未超出市场预期。同时，鲍威尔排除了未来一次性加息75bp的可能性，而是表示未来两次会议上可能各加息50bp，这一节奏较市场此前定价的更慢；其次，虽然美联储确认控制通胀是当前首要任务，但要兼顾经济发展状况，淡化长期的通胀风险。这些均表明美联储加息的节奏较为稳健，长远来看，伴随美国经济上行压力变大，加息很可能在今年第三季度放缓，四季度有望停止加息。

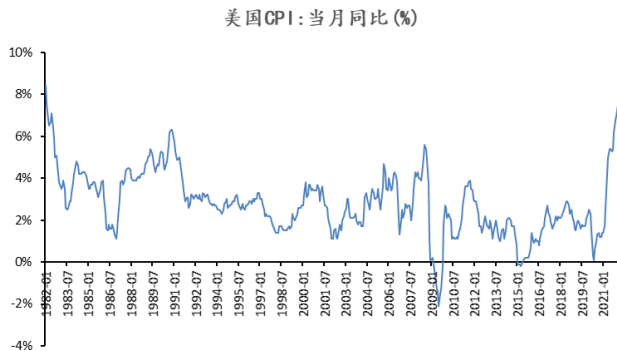
此前，市场对美联储的鹰派动作已经有充分定价，未来美联储很难再有超预期的紧缩，所以美联储紧缩货币政策给美元和美债收益率带来的上行动力将趋弱，黄金价格上行压力有所释放。

（二）中长期看，滞胀风险驱动黄金价格上涨

货币超发是通货膨胀的底层原因。2020年初期，为应对新冠疫情的冲击，各国采取了长期量化宽松政策以刺激经济发展。以美国为代表，美联储开启史无前例的大放水，半个月內降息150个基点，其他央行纷纷跟进，进而带动全球货币超发，货币量供应大于流动所需货币需求，从而直接导致了通货膨胀。伦敦金价于2020年8月6日创历史新高，达到2074美元/盎司，超越之前的历史高点1921美元/盎司（2011.9）。

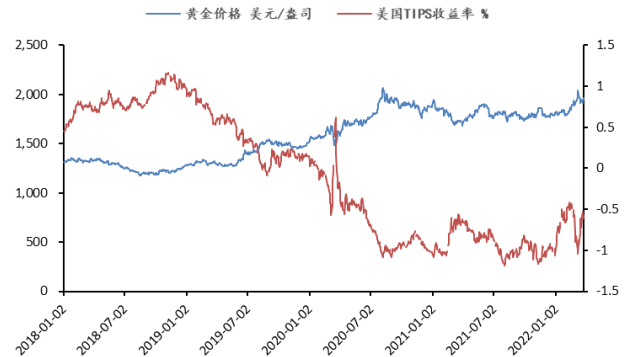
叠加俄乌冲突导致原材料、能源等供应不足，加剧了通货膨胀，同时阻碍了经济增长。具体来看，俄罗斯供应了欧洲近40%的天然气；俄乌分别为世界第一大和第二大粮食出口国等。俄乌冲突直接影响了本国生产和出口，从而影响粮食、能源资源等正常供应。与此同时，以美国为首的欧美国家对俄罗斯展开多方面的制裁，涉及金融、能源、科技、军事等领域。除了政府组织，美欧各大企业、社会组织等也迫于政治和舆论压力发动对俄罗斯制裁，未来仍然存在对俄罗斯的制裁力度加大的风险。制裁使得大宗商品如油气资源、部分金属、粮食等供应链受到挑战，加剧了之前本已严重的通胀局面，且在一定程度上阻碍了经济的发展。

图表 23: 美国近 40 年的 CPI



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

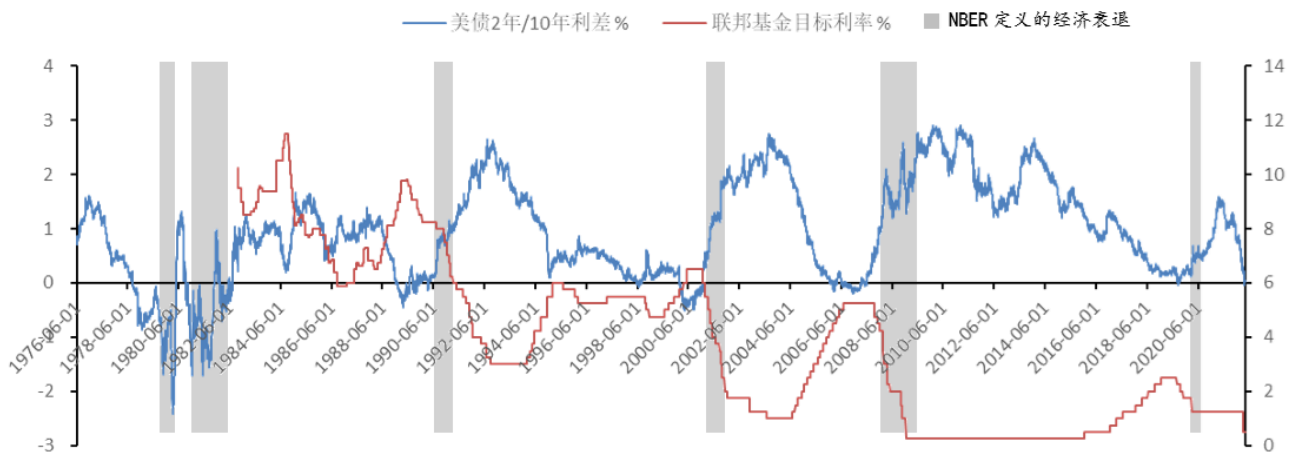
图表 24: 黄金价格 vs 美国 TIPS 收益率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

美债倒挂, 经济衰退发出预警信号。然而, 美联储货币政策转向预期加强之际, 美国 2 年和 10 年国债收益率利差出现倒挂, 这是自 2019 年 8 月以来首次发生倒挂; 此前, 美债 5 年/10 年利差和 5 年/30 年利差均已发生倒挂现象, 预示着美国经济将走弱, 下行压力较大。通过历史数据也可以证实这一点, 自 1977 年以来, 美债 2 年/10 年利差一共发生过六轮倒挂, 后续都发生了经济衰退, 美债倒挂是判断经济衰退的核心关键指标。

图表 25: 美债利差 vs 联邦基金目标利率



资料来源: Wind, NBER, 太平洋研究院整理

结论: 中长期看, 5 月份加息落地, 预期加息步伐有所放缓, 滞胀仍然主导市场情绪, 黄金的保值属性和投资价值再次凸显, 有望开启新一轮上涨。我们看好金价突破新高, 长远来看有望达到 2600 美金/盎司。

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

中长期看，5 月份加息落地，预期加息步伐有所放缓，滞胀仍然主导市场情绪，黄金的保值属性和投资价值再次凸显，有望开启新一轮上涨。我们看好金价突破新高，长远来看有望达到 2600 美金/盎司。

图表 26：主营业务收入及盈利预测

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
分矿山						
	营业收入（亿元）	16.58	29.69	45.87	62.12	80.46
	单价（美元/盎司）	2036.43	1822.04	1950.00	2050.00	2200.00
	矿产金量（吨）	3.90	7.80	11.26	14.50	17.50
	国内矿山：吉隆矿业/华泰矿业/五龙矿业	/	/	3.00	3.50	3.50
	国外矿山：（权益金属量：吨）					
	Sepon 矿山	/	/	5.40	7.00	9.00
	Wassa 矿山	/	/	2.86	4.00	5.00
	营业成本（亿元）	8.94	21.00	27.58	34.80	41.13
	成本（元/克）	202.10	269.30	245.00	240.00	235.00
	毛利润（亿元）	7.64	8.69	18.29	27.32	39.33
其他业务						
电解铜	产量（吨）	39731.00	5020.00	10000.00	10040.00	10040.00
	营业收入（亿元）	16.83	3.37	4.24	4.34	4.38
	营业成本（亿元）	12.49	1.28	3.14	3.16	3.16
其他业务收入	营业收入（亿元）	12.17	4.76	11.00	11.00	11.00
	营业成本（亿元）	10.10	2.97	10.00	10.00	10.00
合计	营业总收入（亿元）	45.58	37.83	61.11	77.46	95.84
	营业总成本（亿元）	31.53	25.24	40.72	47.96	54.28
	毛利润（亿元）	14.05	12.58	20.39	29.50	41.56
	归母净利润（亿元）	7.84	5.83	10.53	16.07	23.50

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司确定“以金为主”的发展战略，聚焦黄金采选业务。后期将持续推进改扩建项目以提高矿产金产量；同时加大资金投入，积极开展探矿增储工作以及寻求并购海外优质金矿。预计公司储量及矿产金产量均继续向上攀升。

对此，我们假设：（1）黄金价格在未来两年内将继续处于上涨趋势，2022-2024 年黄金平均价格分别为 1950 美元/盎司、2050 美元/盎司和 2200 美元/盎司；（2）公司改扩建项目进展顺利，如期投产；海外并购矿产开始贡献生产，公司 2022-2024 年权益矿产金量将分别完成 11.26 吨、14.50

吨和 17.50 吨，实现目标；（3）公司将重心转移到黄金采选业务上；考虑到近期铜价上涨，老挝 Sepon 矿山的电解铜产量将略微上涨，后续保持稳定；其他各项业务规模将维持稳定。

（二）估值及投资建议

公司黄金业务占比高，毛利率高，同时不断通过扩产以提升矿产金产量，以及积极勘探以及外延并购增加保有储量，公司前景可期。

我们预计公司未来几年业绩将持续增长，预期 2022/2023/2024 年公司营业收入为 61.11/77.46/95.84 亿元；实现归母净利润分别为 10.53/16.07/23.50 亿元，对应的 EPS 分别为 0.63/0.97/1.41 元。以 2022 年 5 月 5 日收盘价 17.25 元为基准，对应 PE 分别为 27.3/17.9/12.2 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 27：可比公司估值

证券代码	公司	股价		PE		EPS		PB
		2022/5/5	2022E	2023E	2024E	2022E	2022E	2022E
600988.SH	赤峰黄金	17.25	27.3x	17.9x	12.2x	0.63		4.0x
601899.SH	紫金矿业	10.84	11.9x	10.5x	9.5x	0.91		3.1x
600547.SH	山东黄金	19.02	33.3x	27.6x	25.9x	0.57		2.6x
600489.SH	中金黄金	7.22	17.3x	15.8x	14.7x	0.42		1.3x
000975.SZ	银泰黄金	9.57	14.8x	12.1x	9.7x	0.65		2.4x
002155.SZ	湖南黄金	9.23	20.8x	18.1x	11.5x	0.44		1.9x
	平均值	12.19	20.9x	17.0x	13.9x	0.60		2.5x

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、风险提示

宏观经济政策变动；美国经济增长超预期；公司产能不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2131	1825	2791	4242	6188	营业收入	4558	3783	6111	7746	9584
应收和预付款项	49	75	141	159	187	营业成本	3153	2524	4072	4796	5428
存货	772	1412	1339	1774	2276	营业税金及附加	143	158	205	276	354
其他流动资产	625	446	640	820	1000	销售费用	15	1	23	19	20
流动资产合计	3577	3758	4911	6996	9652	管理费用	326	235	387	509	611
长期股权投资	0	2	2	2	2	财务费用	(86)	(87)	(70)	(50)	(45)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	(8)	(8)	(8)
固定资产	2337	2439	2439	2439	2439	投资收益	92	14	12	15	19
在建工程	250	436	436	436	436	公允价值变动	(21)	(2)	0	0	0
无形资产开发支出	757	1181	1181	1181	1181	营业利润	1016	747	1443	2132	3148
长期待摊费用	7	3	3	3	3	其他非经营损益	(9)	24	0	0	0
其他非流动资产	287	235	235	235	235	利润总额	1006	771	1443	2132	3148
资产总计	7216	8054	9206	11291	13948	所得税	183	157	333	438	671
短期借款	165	0	0	0	0	净利润	824	614	1110	1694	2477
应付和预收款项	247	440	394	650	736	少数股东损益	40	31	57	87	127
长期借款	26	0	0	0	0	归母股东净利润	784	583	1053	1607	2350
其他负债	2334	2612	2709	2851	2953						
负债合计	2773	3053	3103	3502	3690						
股本	1664	1664	1664	1664	1664	预测指标					
资本公积	627	627	627	627	627		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	2178	2760	3813	5421	7771	毛利率(%)	30.83	33.26	33.36	38.09	43.36
归母公司股东权益	4088	4620	5673	7281	9631	销售净利率(%)	17.20	15.40	17.23	20.75	24.52
少数股东权益	355	381	437	524	651	销售收入增长率(%)	(24.89)	(17.01)	61.54	26.76	23.73
股东权益合计	4443	5001	6111	7805	10282	EBIT 增长率(%)	43.07	(0.88)	61.14	52.17	49.42
负债和股东权益	7216	8054	9214	11307	13972	净利润增长率(%)	317.01	(25.69)	80.76	52.64	46.19
						ROE	19.18%	12.61%	18.56%	22.08%	24.40%
						ROA	10.87%	7.23%	11.43%	14.22%	16.82%
						ROIC	25.11%	17.79%	26.67%	39.47%	51.77%
现金流量表(百万)						EPS(X)	0.47	0.35	0.63	0.97	1.41
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE(X)	38.11	42.57	27.26	17.86	12.21
经营性现金流	1072	755	954	1435	1927	PB(X)	7.29	5.37	5.06	3.94	2.98
投资性现金流	176	(278)	12	15	19	PS(X)	6.54	6.55	4.70	3.71	2.99
融资性现金流	(465)	56	0	0	0	EV/EBITDA(X)	19.05	14.58	19.60	12.18	7.52
现金增加额	787	531	966	1451	1946						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平—5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。