

# 赤峰黄金（600988）：强成长性矿金标的，行业回报优越性渐现

2021年08月27日

推荐/首次

赤峰黄金

公司报告

## 投资要点：

公司是内蒙地区最具代表性的矿采选一体化民营矿企之一。公司具有从矿勘查、采选、冶炼至销售的有色金属矿业生产销售全要素。矿采选方面，公司国内通过子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；国外通过老挝万象矿业（Sepon）从事铜金矿探采选；此外公司在2019年收购瀚丰矿业并开展锌铅钼等矿采选业务。近两年公司采矿业务占主营收入比重由61%升至95.01%，同期资源回收业务占比由37.2%降至4.99%（广源科技）。根据公司“以金为主”战略规划，预计至2022年非矿业务完全剥离后，矿采选业务占公司主营业务比例或升至近100%。

公司已成为国内最专注黄金探采选的矿业公司。公司主要金属产品分为矿产金、电解铜、铅锌精粉等，其中黄金及铜占公司营收比重分别为89%及5%。考虑到老挝Sepon电解铜产量逐步降低、Sepon金矿和五龙矿业技改后矿金产出的逐步释放，预计至2022年矿产金业务占公司主营业务比例将升至95%以上，这意味着公司将成为国内上市企业中黄金业务最纯粹的一体化专业黄金矿业公司。

公司具有强增长性，矿产金业务有确定性成长预期。公司当前年矿产金产量4.59吨，至2022年矿产金权益产量可达15.8吨，CAGR达86%；与同期对应的年矿山总产能将由220万吨升至435万吨，CAGR约41%。公司矿金产出增量源于两个矿的产能释放，分别是海外Sepon及境内五龙矿业。Sepon项目完全投产后，其金矿生产规模将达到8000吨/日（300万吨/年），至2022年按公司权益矿金贡献量有望达到8.75吨/年；公司国内五龙矿业当前在进行3000吨/天技改且计划至2021年底完成，按85%回收率及90%产能利用率计算，至2022年五龙矿产金年产量或达到4.6吨，这将带动公司国内黄金矿山选矿产能或超过140万吨/年，并且至2022年国内矿产金年产量达到7.02吨。

公司矿山资源有强增储预期，稀土资源发现提升公司矿山价值。公司当前境内外共拥有11宗采矿权及19宗探矿权，拥有总权益黄金金属储量132.8吨，锌金属13.3万吨，铅金属6.4万吨，铜金属1.5万吨。公司计划至2023年在境内矿山进行超17万米以上的坑探及钻探工程，预获黄金资源量65.76吨。公司境外的Sepon矿山2020年核增黄金资源量约44吨（金资源量+42.7%，矿体未控制到边而未编制JORC报告）；此外，Sepon矿北部地区发现稀土元素异常富集（重稀土比轻稀土更富集且稀土品位达到中国工业品位标准）。公司整体金属资源储备具有增长性且不排除公司后期有进一步资产注入的举措，此外，稀土资源的勘探发现亦有利于公司矿山资产价值及估值水平的提升。

公司具有超越黄金行业的回报水平，当前估值水平较低。公司ROE、ROA等指标处于行业前列，反映公司收购资产及开发资产能力均优于行业平均资产回报率；此外，公司的PB水平在2020年后也显著领先于板块均值，体现公司矿端资产购入成本偏低的同时，在行业配置中拥有较高景气度。公司市盈率走势与黄金价格呈高度正相关，在金价上涨阶段公司动态PE增长204%，远超行业平均的48.3%。当前公司动态市盈率约为17倍，不仅低于板块均值，且低于金价1700-1800美元/盎司水平时的历史估值。

盈利预测及投资评级：公司业绩将受益于黄金产量及价格的上涨预期、经营规模（主要为产出规模）的扩张预期以及主营矿产品结构切换。我们预计公司2021-2023年营收分别为47.03/67.33/74.78亿元，净利润分别为12.33/19.26/23.09亿元，对应EPS为0.72/1.14/1.37元/股，对应PE分别为20.8X/13.25X/11X。考虑到黄金定价中枢趋势性抬升，以及矿产金产量的持续性增长，我们给予公司2021年30倍PE，对应每股目

## 公司简介：

公司主营业务为黄金、有色金属采选及资源综合回收利用业务，主要通过下属子公司开展，贯彻“以金为主”的发展战略。子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；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。

资料来源：wind、东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间（元）	22.16-13.85
总市值（亿元）	243.93
流通市值（亿元）	225.05
总股本/流通A股（万股）	166,391/153,512
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	3.27

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：张天丰

021-25102914

zhang\_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

## 分析师：胡道恒

021-25102923

huhd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080001

标价格 22.24 元，对应市值 370 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**金属价格下滑及矿石品位下降，采矿权到期风险，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑，资源国政治风险及汇率风险。

### 财务指标预测

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,068.46	4,558.19	4,702.54	6,733.16	7,478.37
增长率（%）	181.85%	-24.89%	3.17%	43.18%	11.07%
净归母净利润（百万元）	209.45	823.59	1,232.84	1,925.53	2,309.13
增长率（%）	-284.37%	293.22%	49.69%	56.19%	19.92%
净资产收益率（%）	6.39%	19.18%	21.43%	25.53%	23.79%
每股收益(元)	0.13	0.47	0.72	1.14	1.37
PE	115.85	32.04	20.84	13.25	11.01
PB	7.96	6.13	4.47	3.38	2.62

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 专注黄金探采选的金矿公司</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司历史沿革: 借壳上市, 从矿业+回收双轮驱动到回归黄金主业 .....	5
1.2 公司股权结构: 7.74%股本在 2022 年解禁, 实控人质押率有效下降 .....	5
<b>2. 公司业务: 探采选一体的金矿资源类企业</b> .....	<b>6</b>
2.1 综述: 有色金属采选业务为主, 未来矿金增产潜力足 .....	6
2.2 国内金矿资产: 公司拥有三座高品位黄金矿山, 五龙矿山扩产空间巨大 .....	7
2.3 老挝 Sepon 铜金矿: 打造世界级单体黄金矿山, 2022 年矿金产量或近 9 吨 .....	8
2.4 瀚丰矿业: 涉足铅锌矿采业务, 产业链进一步拓展 .....	10
2.5 资源综合回收业务: 占公司净利比重 3.6% .....	11
2.6 公司经营状况: 毛利率持续提升, 负债率相对偏低 .....	11
<b>3. 行业分析: 黄金供需环节已进入结构性牛市</b> .....	<b>12</b>
<b>4. 盈利预测及估值</b> .....	<b>16</b>
4.1 关键假设及营收预测 .....	16
4.2 估值及多维度比较 .....	17
4.2.1 公司具有优于黄金行业的回报属性 .....	18
4.2.2 公司股价弹性明显高于板块均值, 当前估值水平较低 .....	18
<b>5. 投资评级</b> .....	<b>18</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 插图目录

<b>图 1: 赤峰黄金公司发展历程</b> .....	<b>5</b>
<b>图 2: 公司股权结构</b> .....	<b>5</b>
<b>图 3: 前十大股东最新持股比例 (截止 2021 年 6 月 30 日)</b> .....	<b>5</b>
<b>图 4: 2017 年起采矿业务占比逐步提升</b> .....	<b>6</b>
<b>图 5: 2019 年起矿金占营收比重逐年提升</b> .....	<b>6</b>
<b>图 6: 2020-2021H1 采选业务营收结构</b> .....	<b>6</b>
<b>图 7: 2020-2021H1 采选业务利润结构</b> .....	<b>6</b>
<b>图 8: 老挝 Sepon 铜金矿股权结构</b> .....	<b>8</b>
<b>图 9: Sepon 矿区位置</b> .....	<b>8</b>
<b>图 10: 公司权益矿产金及电解铜产量 (国内+Sepon)</b> .....	<b>10</b>
<b>图 11: 公司营收及同比增速 (2016-2021H1)</b> .....	<b>12</b>
<b>图 12: 公司归母净利润及同比增速 (2016-2021H1)</b> .....	<b>12</b>

图 13: 毛利率净利率变化（2016-2021H1） .....	12
图 14: 资产负债率变动（2016-2021H1） .....	12
图 15: 以 G10 货币计价的黄金已创不同程度新高 .....	13
图 16: 铜金比阶段性弱化反映黄金流动及避险溢价有效存在 .....	13
图 17: 避险及通胀溢价在金价中开始计入 .....	13
图 18: TED 利差指数持续在历史低位徘徊 .....	14
图 19: 美元与主流货币 LIBOR 平均利差已降至 2015 年水平 .....	14
图 20: 利率周期与金价（1982-2020） .....	14
图 21: 近 20 年的数据显示影响金价的核心为通胀因素 .....	14
图 22: 通胀预期交易与金价走势长期有效 .....	15
图 23: 黄金与传统避险货币日元走势维持高度一致 .....	15
图 24: 金银比与 VIX 指数的一致性走势有效反映黄金避险属性的存在 .....	15
图 25: 黄金 ETF 波动率处于十年低位 .....	16
图 26: 国内金融市场黄金配置比例有提升空间 .....	16
图 27: 公司市净率 2020 年后显著高于板块均值 .....	18
图 28: 公司 ROE/ROA 指标优于同业上市公司 .....	18

## 表格目录

表 1: 公司国内黄金矿产资源情况 .....	7
表 2: 2021-2023 国内矿产金产量预测（分矿山） .....	7
表 3: Sepon 金资源量 .....	8
表 4: 2021-2023 年 Sepon 矿产金产量预测（权益产量） .....	9
表 5: 立山和东风矿区采矿权资源储量情况 .....	10
表 6: 瀚丰矿业 2021-2023 年精矿产量预测 .....	10
表 7: 价格假设 .....	16
表 8: 产量假设 .....	16
表 9: 主营收入及毛利率预测 .....	17
表 10: 估值对比（市值选取 2021 年 8 月 20 日） .....	17
表 11: 黄金不同阶段下赤峰黄金和黄金板块动态市盈率对比 .....	18



## 2. 公司业务：探采选一体的金矿资源类企业

### 2.1 综述：有色金属采选业务为主，未来矿金增产潜力足

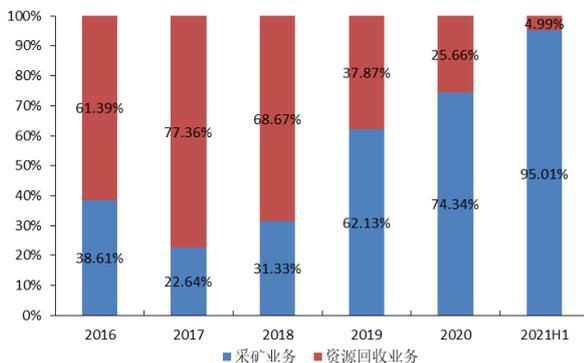
矿采选业务至 2022 年占公司主营比例将升至 100%。从业务类型角度划分，公司当前的主营业务为有色金属矿采选及资源综合回收利用业务。

- 矿采选业务：国内通过子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选；境外通过 2018 年收购的老挝万象矿业从事铜矿开采和冶炼，并于 2020 年下半年起进行金矿为主的开采活动。
- 资源综合回收利用业务：子公司广源科技（拟剥离）从事废弃电器电子产品处理业务。
- 矿采选业务占比已结构性攀升。公司执行“以矿为主”业务发展战略，2020 年采矿业务占比 74.3%（资源回收业务占比 25.7%），至 2021 上半年采矿业务比重已超过 95%。预计 2022 年非矿业务完全剥离后，矿采选业务占公司主营业务比例将升至 100%。

公司主营产品聚焦矿产金，占营收比重近 90%。从产品角度观察，公司主要产品为矿产金、电解铜以及铅锌铜精粉等。2020 年，公司黄金、电解铜营收结构占比分别为 38%和 39%；至 2021 上半年，黄金占营收比重升至 89%，成为公司支柱产品，电解铜营收比重因老挝 Sepon 铜产量的减少而大幅降低。

公司主力矿山为境外的老挝万象矿业。自并表以来，老挝万象矿业依靠从电解铜到矿金生产的稳健切换，成为公司的主力矿山，2021 上半年营收贡献占比达到 70%，净利润占比 48%。国内黄金矿山方面，吉隆/五龙矿业营收占比分别达到 11%/12%，利润占比各 22%/18%；瀚丰矿业作为铅锌矿，贡献了 5%的营收和 10%的净利润。

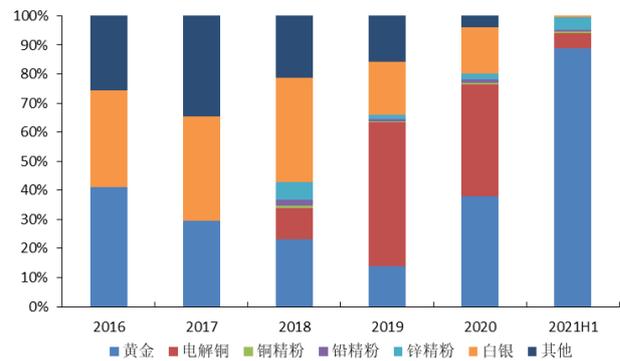
图4：2017 年起采矿业务占比逐步提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

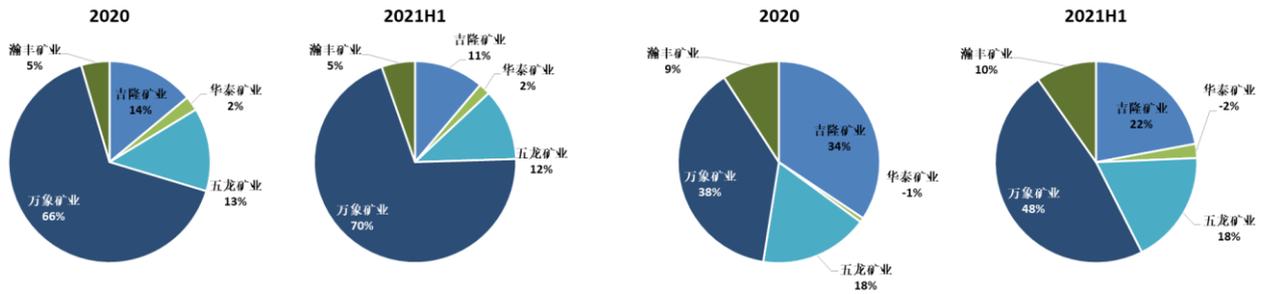
图6：2020-2021H1 采选业务营收结构

图5：2019 年起矿金占营收比重逐年提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图7：2020-2021H1 采选业务利润结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.2 国内金矿资产：公司拥有三座高品位黄金矿山，五龙矿山扩产空间巨大

公司国内金矿资源品位高且有增储预期。国内矿探采选业务方面，截止 2020 年底，公司共拥有 8 宗采矿权和 16 宗探矿权，保有黄金金属资源量约 52.43 吨。公司所拥有的金矿矿石品位整体较高，属于国内少有的高品位富矿床，其中吉隆矿业品位为 16.29g/t，华泰矿业 7.37g/t，五龙黄金 7.67g/t。同时，公司黄金矿山分布于全国重点成矿带，有进一步资源增储的潜力。根据公司中长期发展规划，公司计划 2021-2023 年在现有国内矿山投入坑探工程 17 万米、钻探工程 18 万米，预获黄金资源量 65.76 吨。

表1：公司国内黄金矿产资源情况

子公司	项目	平均品位	资源量	可开采年限	核定年生产能力
		g/t	万吨	年	万吨/年
吉隆矿业	采矿权	16.29	48.25	4	12
华泰矿业	采矿权	7.37	293.43	15	18.89
五龙黄金	采矿权	7.67	142.83	14	10

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**五龙矿业矿产金或增320%（2022/2019），矿区增储前景向好。**五龙矿业实际产量已接近25万吨/年。公司目前开展了以五龙矿业为主的“建大矿、上规模”项目，将五龙矿业选厂规模由现有的1200t/d（40wt/a）改扩建至3000t/d（90wt/a），扩建工作预计2021年底完成。按80%回收率及90%产能利用率计算，**至2022年五龙矿产金年产量或达到4.59吨，较2019年提升320%以上。**此外，2021上半年，国家科技部将五龙金矿矿区定为重点勘查靶区，并实施深度达3000米的东北地区固体矿产第一个深孔钻，为辽东半岛打造千吨级金矿基地提供科技支持，印证矿区巨大资源前景。

此外，吉隆矿业也计划将矿石处理能力提升78%（从450t/d提升至800t/d），预计2022年底竣工。

我们测算，公司2023年国内黄金矿山实际选矿产能或超过140万吨/年，2021-2023年矿产金产量预计分别为3.83/7.02/7.70吨，年同比增速预计分别为+7.5%/+83.5%/+9.6%。

表2：2021-2023 国内矿产金产量预测（分矿山）

入选品位 g/t		单位		2021E	2022E	2023E
吉隆矿业	12	选矿产能	吨/年	120000	160000	220000

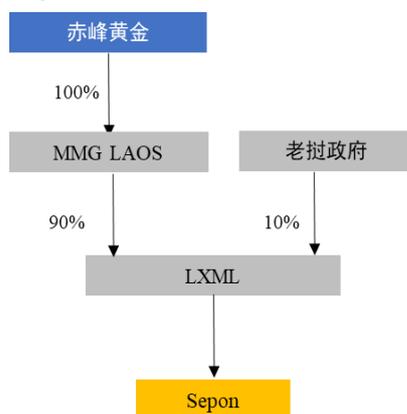
		达产率	100%	100%	80%	
		回收率	80%	85%	85%	
		矿金产量	克	1152000	1632000	1795200
华泰矿业	5	选矿产能	吨/年	188900	188900	188900
		达产率		100%	100%	100%
		回收率		80%	85%	85%
		矿金产量	克	755600	802825	802825
		选矿产能	吨/年	400000	1000000	1000000
五龙矿业	6	达产率		100%	90%	100%
		回收率		80%	85%	85%
		矿金产量	克	1920000	4590000	5100000
		合计	克	3827600	7024825	7698025

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.3 老挝 Sepon 铜金矿：打造世界级单体黄金矿山，2022 年矿金产量或近 9 吨

公司 Sepon 铜金矿权益黄金储量约 92.37 吨。2018 年 11 月，公司以 2.75 亿美元的对价（自筹 1.075 亿+融资 1.4 亿+10%尾款）完成了对 MMG Laos 的并购（并更名为 CHIJIN Laos）。CHIJIN Laos 持有万象矿业 90% 股权。万象矿业拥有 Sepon 铜金矿的运营权，开采方式为露天开采，之前主要产品为电解铜。Sepon 铜金矿是老挝最大矿山，以铜和黄金为主，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 2020 年末，万象矿业拥有金矿资源量约 330 万盎司（约 102.63 吨），矿石量 2700 万吨，平均品位 3.8 克/吨（包含 Discovery 矿区、Nalou 矿区以及 Discovery 矿床深部），折合公司拥有权益黄金量 297 万盎司（约 92.367 吨）。

图8：老挝 Sepon 铜金矿股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图9：Sepon 矿区位置



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表3：Sepon 金资源量

	类型	品位 g/t	矿石量 百万吨	金属量 千盎司
氧化金矿	确定	1.6	1.8	95
	标示	1.5	6.3	300
	推测	1.6	1.7	87

	合计	1.5	9.8	480
	确定	4.0	0.3	41
原生金矿	标示	5.8	7.0	1300
	推测	4.7	9.6	1500
	合计	5.2	17	2800
	总计	3.8	27	3300

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**老挝 Sepon 金矿氧气站投产助推金矿生产规模增 60%至 300 万吨/年。**当前 Sepon 金矿项目建设进度快于预期, 露天采矿工作已于 2020 年 2 月份开始, 金矿处理系统较原计划提前 5 个月投入运营。公司通过新建氧气站, 同时运营两台 POX (高压氧化釜), 氧气站建设项目完成后将处理量从单 POX 的 62 吨/小时翻倍提升到 124 吨/小时, 原生矿处理能力预计从 2021 年 8 月起提升 60%且回收率显著提高, 为后续产量持续增长和降低成本提供坚实保障。**项目完全投产后, 黄金原生矿处理能力将达到约 300 万吨/年。**

我们预计 2021-2023 年公司在 Sepon 矿的权益产金量分别为 6.2/8.75/8.75 吨 (按 90%权益计算), 基本达成万象矿业 2021/2022 年 7.5-8/10-12 吨的产金目标, 有助公司营收实现跨越式增长。

**表4: 2021-2023 年 Sepon 矿产金产量预测 (权益产量)**

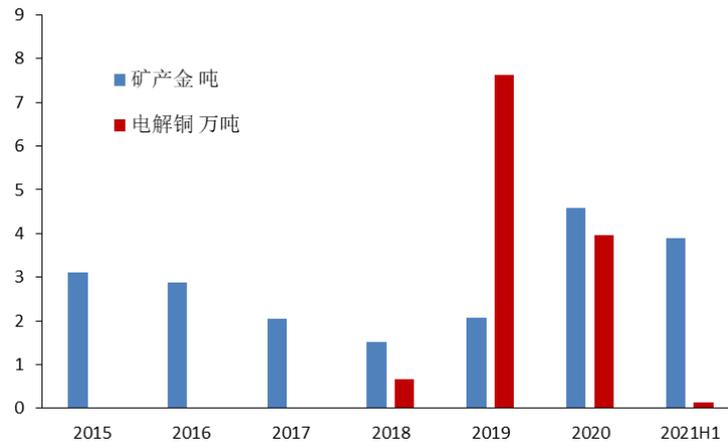
矿山	单位	2021E	2022E	2023E	
Sepon	选矿产能	吨/年	3000000	3000000	3000000
	入选品位	g/t	3.6	3.6	3.6
	达产率		75%	100%	100%
	回收率		85%	90%	90%
	<b>矿金产量</b>	<b>克</b>	<b>6196500</b>	<b>8748000</b>	<b>8748000</b>

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

铜方面, 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。2019-2021 上半年, Sepon 阴极铜产量分别为 7.62、3.97、0.14 万吨, 随着万象矿业全面转向矿金生产, 电解铜产量将逐步减少。不考虑低品位铜矿开发的情况下, 我们预计 2021-2023 年公司阴极铜权益产量约 0.5/0/0 万吨, 铜业务对公司的营收影响趋于淡化。

**稀土资源将提升 Sepon 矿山资产价值及公司估值水平。**据 2021 半年报, 公司在 Sepon 矿区北部 Senoy 区块的土壤检测显示出稀土元素的异常富集, 且重稀土比轻稀土更富集。大部分土壤样品和原岩露头样品的稀土含量达到工业品位 (中国标准), 且稀土勘探靶区位于探矿权区域内, 并且受公司与老挝政府签署的《MEPA 协议》(矿产勘探与生产协议) 保护。按照勘探阶段划分, 稀土目前尚处预查阶段, 资源量规模需后续工程投入求得。公司将根据最终的勘查结果, 确定稀土开发计划。稀土资源的发现将大幅提升 Sepon 矿山的资产价值; 此外, 稀土资源的注入亦有利于公司估值水平的提升。

图10：公司权益矿产金及电解铜产量（国内+Sepon）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.4 瀚丰矿业：涉足铅锌矿采业务，产业链进一步拓展

2019年11月，公司通过发行股份购买赵美光先生、瀚丰中兴、孟庆国先生持有的瀚丰矿业100%股权（标的资产价格为5.1亿元）。通过本次收购，公司丰富了矿采选业务的金属品类，后期业绩增厚得以保障。

截止2020年底，瀚丰矿业持有采矿权2宗，探矿权2宗，主矿产锌，共生矿产铅、钼；伴生矿为铜、银、镉等金属。采矿权方面，目前锌、铅、铜的最新保有资源储量分别为13.35万、6.36万、1.47万金属吨。探矿权方面，2020年12月，经吉林省自然资源厅评审备案，立山铅锌矿深部新增矿产锌金属量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。

瀚丰矿业的立山矿目前设计生产能力为16.5万吨/年，预计未来扩产后产能可达到35万吨/年；东风矿区目前设计生产能力为4.95万吨/年铅锌矿，按当前资源量，剩余可开采年限均为5年。

表5：立山和东风矿区采矿权资源储量情况

	品种	矿产组合	类别	矿石量(万吨)	金属量(吨)	平均品位(%)	剩余年限
立山矿区	锌	主矿	122b+332+333	410.10	103,907	2.53	5
	铅	共生矿	122b+332+333		62,011	1.51	
	铜	伴生矿	122b+332+333		11,125	0.27	
	银	伴生矿	333		227.60	0.0055	
东风矿区	锌	主矿	122b+333	75.98	29,586	3.89	5
	铜	共生矿	122b+333		3,588	0.47	
	铅	伴生矿	122b+333		1,622	0.21	
	钼	共生矿	111b+122b+333		74.52	1,372	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表6：瀚丰矿业2021-2023年精矿产量预测

	回收率	品位	单位	2021E	2022E	2023E
立山	选矿量			200000	270000	330000
	88.32%	2.338%	金属吨	4129.84	5575.29	6814.24
	74.57%	1.384%	金属吨	2064.10	2786.53	3405.76

	铜	61.88%	0.240%	金属吨	297.02	400.98	490.09
	选矿量			吨	49500	5500	0
东风	锌	88.32%	3.11%	金属吨	1359.21	151.02	0
	铅	74.57%	0.18%	金属吨	67.55	7.51	0
	铜	61.88%	0.38%	金属吨	115.17	12.80	0
合计	锌			金属吨	<b>5489.05</b>	<b>5726.31</b>	<b>6814.24</b>
	铅			金属吨	<b>2131.65</b>	<b>2794.04</b>	<b>3405.76</b>
	铜			金属吨	<b>412.20</b>	<b>413.78</b>	<b>490.09</b>

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.5 资源综合回收业务：占公司净利比重 3.6%

公司资源综合回收利用业务主要通过子公司广源科技（公司持股 55%）进行废弃电器电子产品处理。

广源科技是合肥地区唯一一家具有废弃电器电子产品处理资质的单位，是经国家财政部、环境保护部、发展和改革委员会、工业和信息化部四部委验收合格，并指定纳入国家废弃电器电子产品处理基金补贴名单的企业，利润率在全国同行业内属前列。目前广源科技新厂区一期工程已完工，当前废弃电器电子产品核定生产能力 265 万台/年。2020 年度，广源科技处理废弃电器电子产品 108.94 万台、残次品 1.09 万吨，贡献营业收入 1.90 亿元，净利润约 2980 万元（占净利比重 3.6%）。

## 2.6 公司经营状况：毛利率持续提升，负债率相对偏低

公司业务结构变更导致营收规模宽幅波动，2018 年后净利润维持高增速。2019-2021H1 营收分别为 60.7/45.6/16.7 亿元，同比 +156.7%/-24.9%/-36.8%，波动较大主因收并购和剥离资产导致的业务结构变更：

（1）2019 年万象矿业及瀚丰矿业实现并表；（2）为聚焦矿金主业，2020 年下半年子公司雄风环保被剥离出上市公司主体（2019 年 21.7 亿收入），影响 20-21 年公司营收同比增速。利润方面，2019-2021H1 归母净利润分别为 1.88/7.84/4.01 亿元，同比 +467%/+317%/+81%，维持较高增速；同期黄金价格大幅上涨、老挝 Sepon 矿铜金生产的平稳过渡，为公司盈利能力的攀升提供有力保障。

公司毛利率呈趋势性回升。2018-2019 年因采矿业务毛利下滑及低毛利的资源回收业务占比较高，公司整体毛利水平偏低；2020 年，得益于金价上涨及增产增效带来的单位成本降低，公司综合毛利率回升至 30.8%，2021H1 则提高至 38.5%，考虑到金价运行中枢在后疫情时代的结构性抬升，叠加公司矿产金产出规模释放所带来的单位成本降低，我们认为公司毛利率有望持续改善。

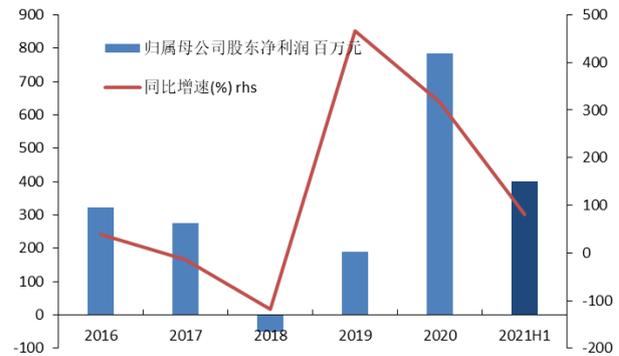
资产负债率偏低，未来具备加杠杆空间。公司 21H1 资产负债率降至 39.27%，横向（与同业上市公司）及纵向（与往期）对比均处较低水平，这也意味着公司未来财务上仍然具备加杠杆的空间。

图11：公司营收及同比增速（2016-2021H1）



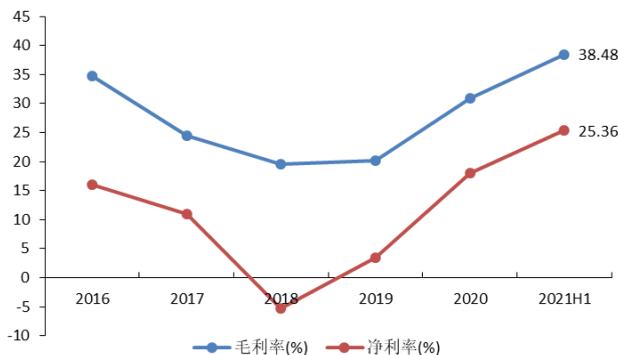
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图12：公司归母净利润及同比增速（2016-2021H1）



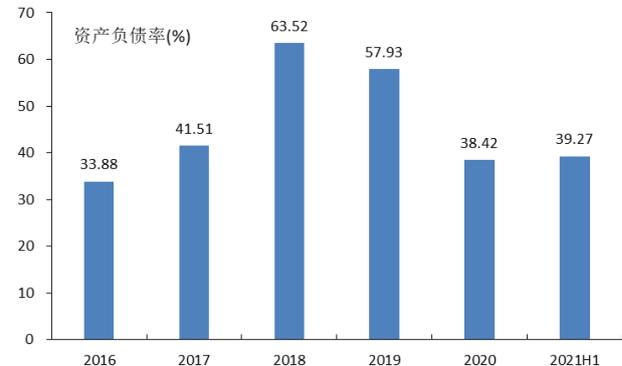
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图13：毛利率净利率变化（2016-2021H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图14：资产负债率变动（2016-2021H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 行业分析：黄金供需环节已进入结构性牛市

全球黄金市场已经进入结构性牛市。黄金定价逻辑中的各个因子仍在持续发酵，这意味着以美元计价的黄金价格将继续创历史新高。从长期定价区间观察，美元黄金的运行中枢或抬升至1900美元/盎司-2300美元/盎司。

黄金的定价逻辑基于其金融属性及基本面属性，而当前各定价因素均延续有效强势。黄金金融属性的定价因子细分为3类，分别是汇率因子、利率因子，以及避险因子；而基本面的定价因素则取决于黄金的实物供需关系，即黄金实物供需曲线的变化。当前激发金价维持强势的核心因素是黄金的金融属性与基本面属性出现了有效的利多共振，表现为黄金的汇率、避险及利率因子均在强化，而供需环节则受益于买方机构化的变革出现需求曲线的系统性右移。

黄金定价中的汇率因子依然是个系统性的发酵过程。黄金在历史上尤其是1950s-1970s年间的Bretton Woods阶段是有明确的货币属性，尽管金本位制在1971年结束后致使黄金的货币属性开始弱化，但主要国家的货币与黄金之间依然有相对的挂钩关系，即黄金仍然可以反映不同货币之间的实际购买力价值（即经济

学中PPP这个概念)。

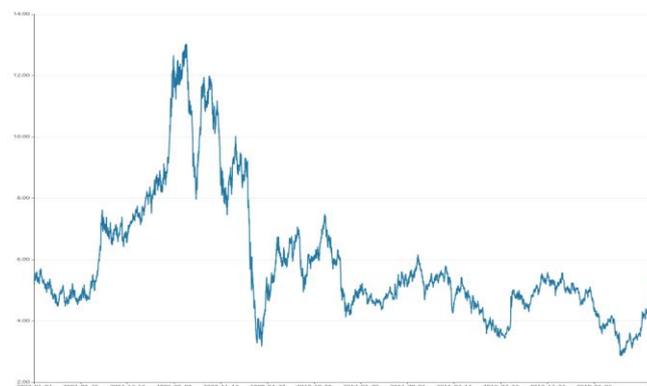
从汇率平价角度观察, 美元计价黄金当前的公允价值或在2300美元/盎司。黄金的汇率平价机制自2019年起出现递导现象, 表现为核心非美货币黄金价格先创新高, 继而向瑞郎、人民币及美元黄金形成价格传递。自2019年观察, 以G10货币计价的黄金价格均创出不同程度的历史新高, 包括欧元/英镑/日元甚至卢比计价的黄金价格于2019年Q4均已破历史新高, 至2020年3月全球仅有美元/瑞郎及人民币计价的黄金未破前高。但是至2020年5月份, 包括瑞郎和人民币计价的黄金也已创出历史新高, 全球黄金货币中仅美元计价黄金依然较高点有约9.6%的幅度, 这与欧元/英镑包括日元即时价格较2012年上一个历史前高—分别高15.8%, 20.9%及18.9%形成巨大偏差。这一方面反映了货币强弱的实际分化, 另一方面则显示出实际利差的不同导致货币购买力非等价现象的出现。所以从汇率角度来看美元黄金的定价问题, 以美元计价的黄金隐藏着购买力平价的回归, 这意味着黄金的汇率溢价是存在且发酵, 而这个过程会伴着美国与全球利差环境的收窄而逐步显现。从数据上也可以印证这方面的变化, 如TED SPREAD已从2020年3月底的1.42收窄至当前的0.06; 而若进一步观察一年期的美元LIBOR与一年期的欧元、英镑、瑞郎以及日元LIBOR的平均利差已经由年初的2.853%收窄至当前的0.45%, 大幅下滑240个基点, 反映支撑前期强势美元的基本面因素已经出现变化, 美元的过高溢价在后期会被逐渐平滑掉, 意味着美元黄金有进一步上涨的空间, 而根据PPP理论推算, 当前美元黄金的公允价值或在2300美元/盎司之上。

**图15: 以 G10 货币计价的黄金已创不同程度新高**



资料来源: 世界黄金协会, 东兴证券研究所

**图16: 铜金比阶段性弱化反映黄金流动及避险溢价有效存在**



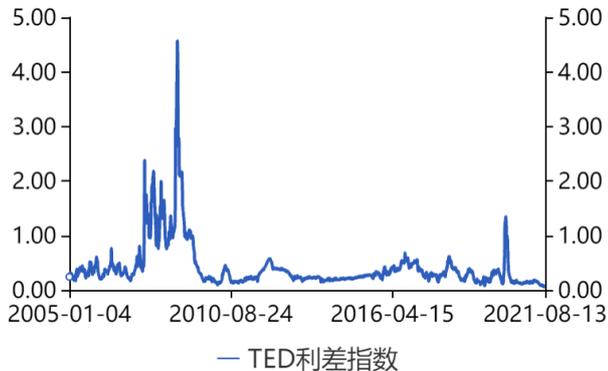
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图17: 避险及通胀溢价在金价中开始计入**



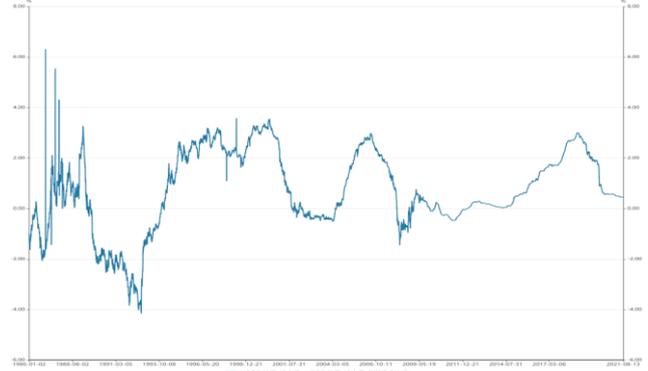
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图18: TED利差指数持续在历史低位徘徊



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图19: 美元与主流货币 LIBOR 平均利差已降至 2015 年水平



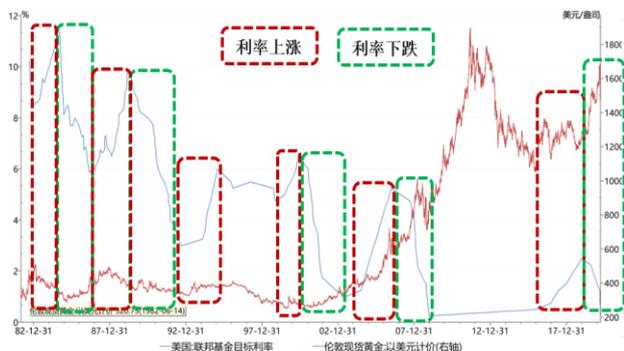
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

其次，黄金的利率定价因子同样处于持续性的发酵态势。黄金作为传统的无息资产其持有的机会成本高低取决于全球利率的变化以及全球流动性的宽松，核心点为资金的成本和资金量的问题。

从成本的角度观察，全球的利率重心进入下行周期，降息是其中最直接的反映。进入2020年全球已经有超过50个国家和地区出现了85次以上降息，其中单月有超过42个国家降息及超过18个央行月内降息两次，数据已经有效反映全球利率成本端的系统性和全面性下移。

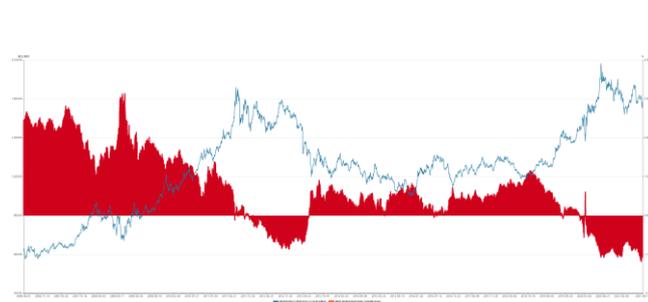
而从量上观察，近40年货币政策周期与金价的统计关系也显示，当货币政策由紧缩出现转向的平均18个月内，金价表现均强势（如08年后，美联储持续了长达7年的0利率政策，金价却受到4.5万亿QE的直接推动而维持强势）。这是流动性溢价在利率因子的体现，即它和量化宽松规模有关系。当前美联储开始执行无限QE操作方式并在不到两年内将其资产负债表规模由3.8万亿美元增加至8.2万亿美元之上，这种溢出效应会延续宽松政策的全球化蔓延。所以无论从利率的成本角度亦或是资金的释放角度，黄金的利率溢价均受到正向的推动。

图20: 利率周期与金价（1982-2020）



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图21: 近 20 年的数据显示影响金价的核心为通胀因素



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

进入2020年Q2后，市场已经开始在交易通胀预期。通胀预期交易我们从美10债-美10债TIPS的变化可以拟合，这个数据从2020年3月19日的0.5%持续增长至当前的2.42%，上涨了192个基点。数据的大幅上涨显示尽管当前没有明确的经济数据证明通胀，但市场已经在主动性的交易通胀，这也是流动性溢价在黄金的溢出体现。

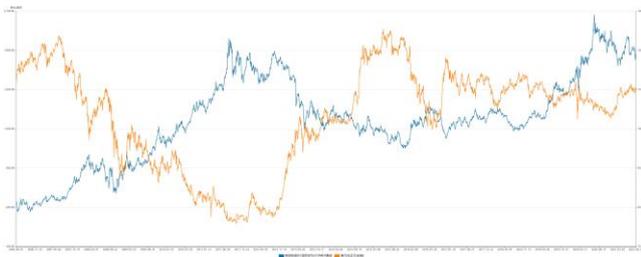
图22：通胀预期交易与金价走势长期有效



资料来源：wind, 东兴证券研究所

第三个核心定价因子—避险溢价依然有效存在。黄金定价中的避险溢价持续存在。近几年事件性因素所递导的金融恐慌对黄金定价产生有效的溢出效应，我们分别拟合了黄金和传统避险货币日元，以及黄金和恐慌情绪指标VIX之间的走势，发现指标之间存有明显的对冲性及趋同性走势这意味着在流动性环境整体稳定，金融市场出现情绪恐慌时，黄金的避险属性会在价格中计入。

图23：黄金与传统避险货币日元走势维持高度一致



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图24：金银比与 VIX 指数的一致性走势有效反映黄金避险属性的存在



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

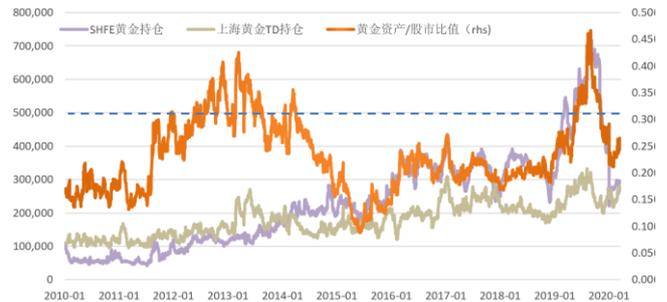
从金价的角度考虑，黄金的年均价格或在2021-2022年或分别为（美元/盎司）1780、1900及2100。考虑到当前其他货币黄金的溢价程度，不排除美元黄金在近些年的运行重心有望上移至1900美元/盎司-2300美元/盎司，未来价格的运行区间或升至2300美元/盎司之上。

图25: 黄金 ETF 波动率处于十年低位



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图26: 国内金融市场黄金配置比例有提升空间



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1 关键假设及营收预测

- 聚焦黄金主业战略不变, 假设2022年广源科技完成剥离;
- 黄金矿采选业务有望快速增长: 公司2023年国内黄金矿山实际选矿产能或超过140万吨/年, 2021-2023年矿产金产量预计分别为3.83/7.02/7.70吨, 同比增速分别为+7.5%/+83.5%/+9.6%; Sepon矿金权益产量分别为6.2/8.75/8.75吨。
- 电解铜业务: Sepon电解铜业务逐步停止, 我们预估2021-2023年公司电解铜权益产量为0.5/0/0万吨。
- 铅锌业务: 结合立山矿区的扩产计划, 预测瀚丰铅锌矿将每年贡献锌精粉5489/5726/6814金属吨, 铅精粉2132/2794/3405金属吨, 铜精粉412/414/490金属吨。

预计2021-2023年, 公司实现营业收入分别为47.03/67.33/74.78亿元, 毛利率分别为49.7%/51.9%/54.0%。

表7: 价格假设

品类	单位	2021E	2022E	2023E
黄金	元/克	400	400	420
铜	元/吨	70000	70000	70000
锌	元/吨	22000	22000	22000
铅	元/吨	15000	15000	15000

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表8: 产量假设

品类	单位	2021E	2022E	2023E
矿产金	克	10024100	15772825	16446025
电解铜	吨	5000	0	0
锌精粉	金属吨	5489.05	5726.31	6814.24

铅精粉	金属吨	2131.65	2794.04	3405.76
铜精粉	金属吨	412.20	413.78	490.09

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**表9: 主营收入及毛利率预测**

	单位	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>百万元</b>	<b>4702.54</b>	<b>6733.16</b>	<b>7478.37</b>
矿产金	百万元	4009.64	6545.72	7236.25
电解铜	百万元	350.00	0.00	0.00
瀚丰铅锌	百万元	176.10	187.44	242.12
广源科技	百万元	166.81	0.00	0.00
<b>营业成本</b>	<b>百万元</b>	<b>2364.82</b>	<b>3235.67</b>	<b>3437.63</b>
矿产金	百万元	1924.63	3141.95	3328.68
电解铜	百万元	227.50	0.00	0.00
瀚丰铅锌	百万元	79.24	93.72	108.95
广源科技	百万元	133.44	0.00	0.00
<b>毛利</b>	<b>百万元</b>	<b>2337.73</b>	<b>3497.49</b>	<b>4040.74</b>
矿产金	百万元	2085.01	3403.78	3907.58
电解铜	百万元	122.50	0.00	0.00
瀚丰铅锌	百万元	96.85	93.72	133.17
广源科技	百万元	33.36	0.00	0.00
<b>毛利率</b>		<b>49.7%</b>	<b>51.9%</b>	<b>54.0%</b>
矿产金		52%	52%	54%
电解铜		35%	0%	0%
瀚丰铅锌		55%	50%	55%
广源科技		20%	0%	0%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 4.2 估值及多维度比较

同类型企业中, 我们选取了山东黄金、恒邦股份等 6 家上市公司 (5 家 A 股+1 家港股), 从市值、矿金产量、PE、PB 等多个维度做了对比。赤峰黄金尽管产量在国内黄金上市公司中处于不占优, 但随着产能快速扩张, 业绩增速将高于行业平均水平, 使得估值具备较大提升优势。

**表10: 估值对比 (市值选取 2021 年 8 月 20 日)**

公司	代码	总市值 亿元	矿产金 吨	冶炼金 吨	EPS			PE			PB MRQ
					2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
山东黄金	600547.SH	726.79	37.8	125.17	0.52	0.55	0.63	45.14	31.49	27.42	3.35
恒邦股份	002237.SZ	148.32		47.9	0.32	0.39	0.46	40.71	29.42	24.87	1.78
中金黄金	600489.SH	395.54	21.74	40.29	0.32	0.52	0.62	27.47	15.35	12.95	1.79
银泰黄金	000975.SZ	243.80	6.11		0.45	0.55	0.59	19.24	15.65	14.59	2.98
紫金矿业	601899.SH	2,536.82	40.5	274.58	0.26	0.51	0.71	36.22	20.70	14.83	5.27
招金矿业	1818.HK	203.42	20.1	15.52	0.32	0.37	0.45	24.15	15.51	12.76	1.58
赤峰黄金	600988.SH	247.09	4.59	0.33	0.47	0.85	1.42	38.01	17.50	10.42	7.65

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

#### 4.2.1 公司具有优于黄金行业的回报属性

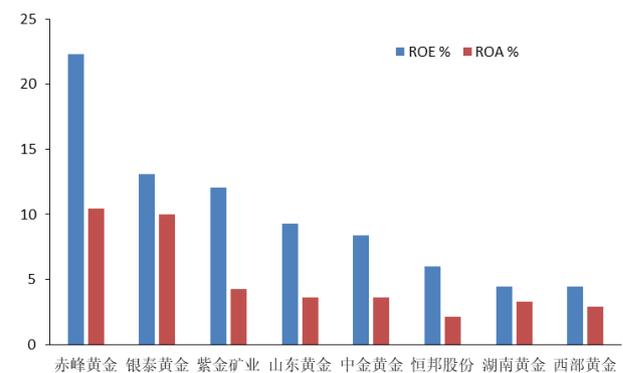
公司在黄金行业中具有回报优越性。赤峰黄金 ROE、ROA 等指标处于行业前列，反映公司收购资产及开发资产能力均优于行业平均资产回报率；映射到估值层面，公司的 PB 市净率水平在 2020 年后也显著领先于板块均值，体现公司矿端资产购入成本偏低的同时，在行业获得关注时拥有较高景气度。

图27：公司市净率 2020 年后显著高于板块均值



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图28：公司 ROE/ROA 指标优于同业上市公司



资料来源：Wind，东兴证券研究所

#### 4.2.2 公司股价弹性明显高于板块均值，当前估值水平较低

公司市盈率走势与黄金价格呈现正相关，且弹性高于板块均值。黄金在不同的上涨阶段和价格水平（选取 2019 年 1-6 月以及 2020 年 3-8 月），市场给予赤峰黄金和黄金板块的市盈率估值有明显分化。如 2020 年 3-8 月，金价由 1460 美元/盎司涨至 2075 美元/盎司，赤峰黄金的动态市盈率水平由 23.8 升至 72.4 的阶段极值（+204%），而同一时期板块市盈率由 40.2 提升至 59.6（+48.3%），显示出估值层面赤峰黄金具备更高的上涨弹性。当前公司动态市盈率约为 17 倍，不仅低于板块均值，也低于金价 1700-1800 美元/盎司水平的历史估值。

表11：黄金不同阶段下赤峰黄金和黄金板块动态市盈率对比

		赤峰黄金	申万黄金	金价
时间点		PE	PE	美元/盎司
阶段一	2019年1月7日	26.53	29.38	1289
	2019年6月25日	40.50	47.60	1423
阶段二	2020年3月19日	23.80	40.19	1460
	2020年8月3日	72.36	59.56	2075
	2021年8月9日	16.86	32.1	1729

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

## 5. 投资评级

我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 47.03/67.33/74.78 亿元, 净利润分别为 12.33/19.26/23.09 亿元, 对应 EPS 为 0.72/1.14/1.37 元/股, 对应 PE 分别为 20.8X/13.25X/11X。考虑到黄金定价中枢趋势性抬升, 以及矿产金产量的持续性增长, 我们给予公司 2021 年 30 倍 PE, 对应每股目标价格 22.24 元, 对应市值 370 亿元。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

## 6. 风险提示

金属价格下滑及矿石品位下降, 采矿权到期风险, 矿业项目储备量风险, 项目投建进度不及预期, 矿山实际开工率受政策影响出现下滑, 资源国政治风险及汇率风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	3348	3577	5024	7120	9596	<b>营业收入</b>	6068	4558	4703	6733	7478
货币资金	531	2131	3763	5370	7749	<b>营业成本</b>	4848	3153	2365	3236	3438
应收账款	139	8	52	65	72	营业税金及附加	167	143	139	205	224
其他应收款	285	615	634	908	1009	营业费用	46	15	26	30	37
预付款项	117	41	-17	-96	-180	管理费用	342	326	301	456	492
存货	2207	772	579	792	841	财务费用	227	-86	201	203	184
其他流动资产	58	8	13	80	105	资产减值损失	-28.11	-17.19	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	4436	3639	3352	3142	2901	公允价值变动收益	10.67	-20.64	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-10.30	91.94	0.00	0.00	0.00
固定资产	2925	2337	2261	2137	1991	<b>营业利润</b>	374	1016	1672	2604	3104
无形资产	650	757	682	613	552	营业外收入	0.39	0.44	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	181	195	145	170	157	营业外支出	72.44	9.67	28.00	36.70	24.79
<b>资产总计</b>	7785	7216	8376	10262	12497	<b>利润总额</b>	302	1006	1644	2567	3079
<b>流动负债合计</b>	1535	1090	700	754	794	所得税	93	183	411	642	770
短期借款	385	165	0	0	0	<b>净利润</b>	209	824	1233	1926	2309
应付账款	182	247	183	250	266	少数股东损益	21	40	31	35	33
预收款项	34	0	5	11	19	归属母公司净利润	188	784	1202	1890	2276
一年内到期的非流动	348	263	62	62	62	EBITDA	1216	1439	2110	3042	3517
<b>非流动负债合计</b>	2975	1683	1680	1680	1680	<b>EPS (元)</b>	0.13	0.47	0.72	1.14	1.37
长期借款	38	26	26	26	26	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	730	0	0	0	0		2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	4510	2773	2380	2435	2475	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	332	355	386	421	454	营业收入增长	181.85	-24.89%	3.17%	43.18%	11.07%
实收资本(或股	1555	1664	1664	1664	1664	营业利润增长	-	171.30%	64.61%	55.77%	19.18%
资本公积	232	627	627	627	627	归属于母公司净利润	53.35%	57.24%	53.35%	57.24%	20.41%
未分配利润	1350	2129	3199	4881	6907	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	2943	4088	5610	7406	9569	毛利率(%)	20.11%	30.83%	49.71%	51.94%	54.03%
<b>负债和所有者权益</b>	7785	7216	8376	10262	12497	净利率(%)	3.45%	18.07%	26.22%	28.60%	30.88%
<b>现金流量表</b>					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	ROE(%)					
<b>经营活动现金流</b>	433	1072	1942	1929	2664	<b>偿债能力</b>					
净利润	209	824	1233	1926	2309	资产负债率(%)	58%	38%	28%	24%	20%
折旧摊销	615	509	237	235	229	流动比率	2.18	3.28	7.18	9.44	12.08
财务费用	227	-86	201	203	184	速动比率	0.74	2.57	6.35	8.39	11.02
应收帐款减少	0	131	-43	-13	-7	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	-34	5	7	7	总资产周转率	0.78	0.61	0.60	0.72	0.66
<b>投资活动现金流</b>	-389	176	52	-25	13	应收账款周转率	44	62	158	116	110
公允价值变动收益	11	-21	0	0	0	应付账款周转率	31.40	21.24	21.86	31.08	28.97
长期投资减少	0	14	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-10	92	0	0	0	每股收益(最新摊	0.13	0.47	0.72	1.14	1.37
<b>筹资活动现金流</b>	154	-465	-362	-298	-298	每股净现金流(最新摊	0.13	0.47	0.98	0.97	1.43
应付债券增加	0	-730	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.89	2.46	3.37	4.45	5.75
长期借款增加	0	-12	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	129	109	0	0	0	P/E	115.85	32.04	20.84	13.25	11.01
资本公积增加	13	394	0	0	0	P/B	7.96	6.13	4.47	3.38	2.62
<b>现金净增加额</b>	198	784	1632	1607	2379	EV/EBITDA	20.05	16.25	10.13	6.50	4.95

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018年9月加入东兴证券研究所。

### 胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有1年PE机构及4年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019年7月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526