

稀土勘探成果丰硕，打造第二增长极

2022年08月17日

事件概述：公司8月16日发布 Sepon 矿区稀土勘探进展公告。公司本次在矿区南部西区 10km²范围内开展阶段性普查工作，查明矿体 2 个，矿床成因类型属风化壳离子吸附型稀土矿床。2 个矿体经估算共获得全相稀土氧化物 (TREO) 内蕴经济资源量共 3.2 万吨，估算面积 9.1km²，平均品位 0.045%，离子相稀土氧化物配分显示其配分类型属较为稀缺的中重型稀土。

➤ **稀土勘探结果喜人，区内资源储量丰富，开发条件良好。**此次稀土资源的发现极大地丰富了公司的矿产资源，并且此次勘探范围仅为矿区的五分之一，未来增储潜力较大；另外，矿区外围空白区域约有 330 km²花岗岩出露。因此，在该区域内风化壳型稀土找矿前景广阔。并且本矿区开发的内外部条件良好，采用原地浸取工艺提取稀土，生产工艺流程简单，成本低、产量高、矿产资源利用率高。

➤ **与厦门钨业共同开发稀土资源，强强合作未来可期。**双方同意拟设立合资公司，厦钨占 49%，赤峰占 51%，合资公司专注于开发老挝稀土资源。双方分别指派专门人员组成工作小组，负责合资公司组建事宜。赤峰黄金在老挝具有国际化矿山运营的成功经验，而厦门钨业拥有从稀土矿山开发、冶炼分离、稀土功能材料到科研应用一体化的产业体系，双方优势互补，突破行业壁垒。除 Sepon 矿区南部西区花岗岩地区 35.8 平方公里范围内的稀土资源可由赤峰黄金进行自主开发与其他方合作方开发，协议双方在老挝开展稀土资源业务领域互为唯一战略合作伙伴，任何一方不单独寻求其他合作方。合资公司将承接双方现有与第三方的拟合作项目，并作为未来双方在老挝运营稀土资源开发的唯一平台。

➤ **稀土行业景气度高居不下，助力公司打造第二增长曲线。**稀土作为一种珍稀资源，长期处于供不应求的状态，且全球中重稀土与轻稀土相比，储量更少，单位价值更高。作为全球主要的稀土生产国，中国实施严格开采指标总量控制，尤其是近四年的中重稀土开采总量指标均未增加，维持在 1.9 万吨，加深了全球稀土供需不平衡的矛盾。重稀土氧化镨及氧化铽主要运用于钕铁硼材料的添加剂，钕铁硼材料广泛应用于新能源汽车、智能机器人、变频空调等领域。受益于下游需求旺盛，主要运用于钕铁硼材料的重稀土氧化镨、氧化铽近年来价格呈上升趋势，在中重稀土战略价值日益凸显之下，公司未来收益可期。

➤ **投资建议：**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，公司矿产金业务量价齐升，稀土勘探资源结果显示，公司稀土开发潜力较大，有望打造公司第二增长曲线，我们预计 2022/2023/2024 年公司将实现归母净利润 14.4/19.0/25.4 亿元，对应 8 月 16 日收盘价的 PE 为 25X/19X/14X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，金属价格下跌，海外地缘政治风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,783	7,854	8,924	10,541
增长率 (%)	-17.0	107.6	13.6	18.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	583	1,438	1,896	2,538
增长率 (%)	-25.7	146.8	31.9	33.8
每股收益 (元)	0.35	0.86	1.14	1.53
PE	61	25	19	14
PB	7.7	5.9	4.5	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 16 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.52 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张建业

执业证书：S0100120080003

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1. 赤峰黄金 (600988.SH) 2022 年半年报点评：降本增效成果显著，勘探增产未来可期-2022/08/11

2. 赤峰黄金 (600988.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩低于预期，风物长宜放眼量-2022/05/03

3. 赤峰黄金 (600988) 年报点评：聚焦黄金主业，黄金逐步放量-2021/03/21

目录

1 稀土资源丰富，有望打造第二增长极	3
1.1 稀土勘探结果喜人，资源前景广阔	3
1.2 稀土行业景气度高居不下，助力公司打造第二增长曲线.....	3
2 与厦门钨业强强联手，合作开发老挝稀土资源	5
3 盈利预测与投资建议	6
4 风险提示	7
插图目录	9
表格目录	9

1 稀土资源丰富，有望打造第二增长极

1.1 稀土勘探结果喜人，资源前景广阔

公司稀土勘探历程:2021年3月,万象矿业勘查部在 Sepon 矿区北部 Senoy 区块开展土壤地球化学测量,合计取样 975 件。2021年6月,样品委托专业检测机构澳实矿物实验室(ALS)进行检测并出具了检测报告,发现稀土元素的异常富集,并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)。紧接着勘探团队又在南部矿区开展金铜矿勘查时,在花岗岩分布区域发现离子型稀土矿异常,对该区域地质资料进行研究和实地地质调查,发现本区花岗岩风化壳富含离子吸附型稀土,且找矿前景可观。

2022年上半年,万象矿业在南部矿区东西两块花岗岩分布区共计约50平方公里范围内持续开展稀土资源普查工作,并在两个高级勘查靶区9.2平方公里范围开展加密钻探详查,累计完成钻孔600余个,进尺4,000多米,累计送样4,000余个至澳大利亚澳实矿物实验室化验。下一步将继续展开50平方公里花岗岩范围内的稀土探矿工作,对详查阶段的区块继续进行加密钻探,并进行浸出试验和渗透性试验工作。

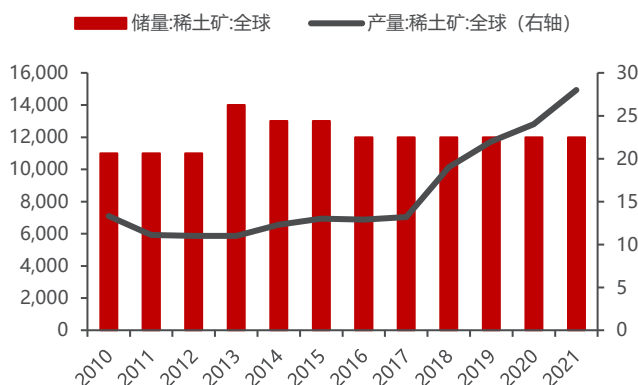
稀土勘探进程超预期,收获颇丰。根据公司8月16日公布的稀土资源勘探进展报告,稀土矿体赋存于花岗岩风化壳中,Sepon 矿区南部花岗岩分布面积约50 km²。公司本次在矿区南部西区10 km²范围内开展阶段性普查工作,查明矿体2个,矿床成因类型属风化壳离子吸附型稀土矿床。2个矿体经估算共获得全相稀土氧化物(TREO)内蕴经济资源量(332+333)共3.2万吨,估算面积9.1 km²,平均品位0.045%,离子相稀土氧化物配分显示配分类型属稀缺的中重型稀土。

矿区内资源储量丰富,开发条件良好。目前,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。因此,在该区域内风化壳型稀土找矿前景广阔。并且本矿区开发的内外部条件良好,采用原地浸取工艺提取稀土,生产工艺流程简单,成本低、产量高、矿产资源利用率高。

1.2 稀土行业景气度高居不下,助力公司打造第二增长曲线

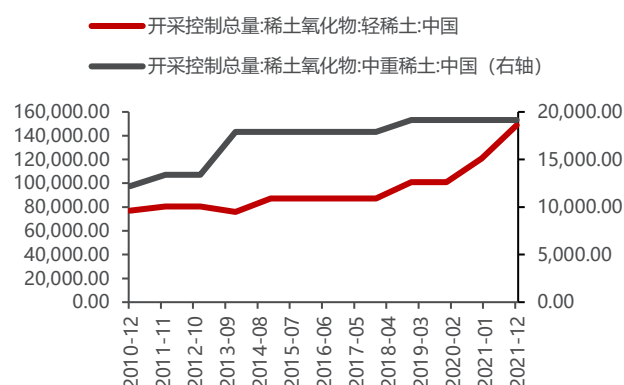
稀土作为一种珍稀资源,长期处于供不应求的状态,稀土行业景气度高居不下。全球稀土储量虽然多,但由于开采量少、开采难度大等原因造就了稀土的稀缺性。根据稀土元素结构和矿物共生性质可将稀土分为轻稀土与中重稀土。全球中重稀土与轻稀土相比,储量更少,单位价值更高。作为全球主要的稀土生产国,中国明确稀土产品战略储备制度,实施严格开采指标总量控制,全球稀土存在供需不平衡的格局。

图1: 2010-2021 全球稀土储量与产量变化 (万吨)



资料来源: 美国地质调查局, 民生证券研究院

图2: 中国工信部对稀土开采总量控制情况 (吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

稀土根据用量大小可划分为重稀土氧化镝、重稀土氧化铽和轻稀土氧化镨钕三大稀土。重稀土氧化镝及氧化铽主要运用于钕铁硼材料的添加剂，钕铁硼材料广泛应用于新能源汽车、智能机器人、变频空调等领域。近年来受钕铁硼磁性材料需求的拉动，重稀土价格相应走高，今年以来价格虽略有下跌，但仍维持高位。随着智能化时代到来，新能源汽车、5G 智能手机、智能机器人、智能家电等不断推广普及，未来对中重稀土的需求增速会进一步提升，对于此次探勘发现丰富的中重稀土资源的赤峰黄金来说，在中重稀土战略价值日益凸显之下，公司未来收益可期。

图3: 稀土价格指数 (点)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 氧化镝、氧化铽价格 (元/千克)



资料来源: wind, 民生证券研究院

稀土资源开发与广晟有色对比，有望成为 A 股第二家上市公司体内具有稀土自有资源的稀缺标的。公司当前探得全相稀土氧化物 (TREO) 储量为 32408 吨，广晟有色已有的 TERO 储量为 198549 吨，但公司的 Sepon 矿目前只勘探了矿区的五分之一，且在矿区外围空白区域发现更大面积的花岗岩出露，未来增储潜力较大，找矿前景广阔。若未来勘探情况理想，公司稀土资源储量或将与广晟有色齐肩，打造公司的第二增长曲线。

表1：公司与广晟有色稀土矿情况对比（截至 2022 年 8 月 17 日）

	矿山名称	资源量 (万吨)	储量 TERO (吨)	TERO 品位 (%)
赤峰黄金	Sepon		32408	0.045
广晟有色	平远仁居稀土矿	1029	10803.61	0.173
	大埔无丰稀土矿	231.89	2168.46	0.093
	新丰左坑稀土矿	17152	185577	0.108

资料来源：公司公告，公司年报，民生证券研究院（注：Sepon 目前只勘探了矿区的五分之一）

2 与厦门钨业强强联手，合作开发老挝稀土资源

共同开发稀土资源，强强合作未来可期。2022 年 8 月 12 日赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司与厦门钨业股份有限公司签署战略合作框架协议，双方就共同开发老挝矿区稀土资源事宜达成协议。协议主要内容包括：**一是明确合作方式。**双方为实现优势互补，同意拟设立合资公司，其中厦门钨业占 49%，赤峰黄金占 51%，合资公司专注于开发老挝稀土资源。双方分别指派专门人员组成工作小组，负责合资公司组建事宜。**二是明确具体的合作内容。**除 Sepon 矿区内南部西区花岗岩地区 35.8 平方公里范围内的稀土资源可由赤峰黄金进行自主开发或与其他方合作方开发，协议双方在老挝开展稀土资源业务领域互为唯一战略合作伙伴，任何一方不单独寻求其他合作方。

资源优势互补，突破行业壁垒。赤峰黄金在老挝具有国际化矿山运营的成功经验，获得当地政府的支持肯定。而厦门钨业拥有从稀土矿山开发、冶炼分离、稀土功能材料到科研应用一体化的产业体系。此次合作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的深加工技术和完整产业链相融合，将突破赤峰黄金在稀土行业的技术壁垒，带来广阔的发展空间。勘探表明万象矿业南部矿区的离子吸附型稀土矿床属较为稀缺的中重型稀土。在供应紧张、需求旺盛、政策刺激的背景下，稀土价格或将维持在历史较高位置。重稀土的发现给公司带来更大的想象空间，赤峰黄金有望充分受益稀土行业的高景气度，带来公司利润和估值的同步提升。

3 盈利预测与投资建议

美联储加息预期在 7 月非农数据超预期后明显提升，但美国 7 月通胀数据超预期回落或降低其加息预期，同时考虑到紧张的地缘局势带来的避险需求，金价或有支撑。长期来看，各国央行大幅超发货币导致黄金占央行资产配置占比降低，出于币值稳定需求，预计各国央行未来将加大对黄金的购买，金价大概率创新高。公司坐拥高品位金矿资源，“以金为主”战略持续推进，海外资源延升布局，量价共振将驱动公司盈利增长，稀土业务未来可期，打造公司第二增长曲线，我们预计 2022/2023/2024 年公司实现归母净利润 14.4/19.0/25.4 亿元，对应 8 月 16 日收盘价的 PE 为 25X/19X/14X，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有较多项目在推进中，包括万象矿业塞班金矿项目、吉隆矿业选厂技改项目等，这些项目的推进仍需投入大量人力物力，可能会受环保督查、疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

2) 金属价格下跌。公司生产的产品价格透明，铜、金、银等金属产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 海外地缘政治风险等。公司考虑并购海外优质矿山资源，增加资源储备。但若海外政府提高矿业公司税赋或颁布不利于国外矿业公司的法律等，都有可能影响公司的发展规划，不利于公司的盈利预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,783	7,854	8,924	10,541
营业成本	2,524	4,469	4,891	5,668
营业税金及附加	158	273	322	385
销售费用	1	19	16	19
管理费用	235	489	562	660
研发费用	25	81	89	101
EBIT	647	2,540	3,062	3,726
财务费用	-87	68	223	223
资产减值损失	-192	-597	-397	-198
投资收益	14	63	76	80
营业利润	747	1,942	2,522	3,390
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	771	1,942	2,522	3,390
所得税	157	415	517	704
净利润	614	1,527	2,005	2,686
归属于母公司净利润	583	1,438	1,896	2,538
EBITDA	1,427	3,030	3,568	4,315

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,825	2,602	4,851	6,767
应收账款及票据	25	149	140	203
预付款项	50	78	89	104
存货	1,412	1,776	1,777	2,477
其他流动资产	446	1,237	1,298	1,412
流动资产合计	3,758	5,842	8,155	10,962
长期股权投资	2	3	4	5
固定资产	2,439	4,048	5,182	6,248
无形资产	1,181	4,086	4,450	4,798
非流动资产合计	4,295	8,768	10,258	11,687
资产合计	8,054	14,610	18,413	22,649
短期借款	0	1,500	2,000	2,500
应付账款及票据	440	579	799	744
其他流动负债	901	1,091	1,169	1,274
流动负债合计	1,342	3,170	3,968	4,517
长期借款	0	3,200	4,200	5,200
其他长期负债	1,711	1,711	1,711	1,711
非流动负债合计	1,711	4,911	5,911	6,911
负债合计	3,053	8,081	9,879	11,428
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
少数股东权益	381	470	579	728
股东权益合计	5,001	6,529	8,534	11,220
负债和股东权益合计	8,054	14,610	18,413	22,649

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-17.01	107.63	13.63	18.12
EBIT 增长率	-23.91	292.36	20.53	21.71
净利润增长率	-25.69	146.80	31.88	33.84
盈利能力 (%)				
毛利率	33.26	43.91	45.98	46.91
净利润率	15.40	18.92	21.87	24.67
总资产收益率 ROA	7.23	9.84	10.30	11.21
净资产收益率 ROE	12.61	23.73	23.84	24.19
偿债能力				
流动比率	2.80	1.84	2.06	2.43
速动比率	1.68	1.24	1.57	1.85
现金比率	1.36	0.82	1.22	1.50
资产负债率 (%)	37.90	55.31	53.65	50.46
经营效率				
应收账款周转天数	1.58	4.11	6.00	6.00
存货周转天数	155.71	160.00	175.00	160.00
总资产周转率	0.50	0.67	0.52	0.50
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.86	1.14	1.53
每股净资产	2.78	3.64	4.78	6.31
每股经营现金流	0.45	0.67	1.80	1.66
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	61	25	19	14
PB	7.7	5.9	4.5	3.4
EV/EBITDA	23.97	12.58	10.47	8.56
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	614	1,527	2,005	2,686
折旧和摊销	779	489	506	589
营运资金变动	-875	-1,578	-167	-1,042
经营活动现金流	755	1,110	2,989	2,764
资本开支	-1,340	-4,954	-1,988	-2,010
投资	274	-1	-1	-1
投资活动现金流	-278	-4,892	-1,913	-1,931
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-249	4,700	1,500	1,500
筹资活动现金流	56	4,559	1,173	1,083
现金净流量	531	777	2,248	1,916

插图目录

图 1: 2010-2021 全球稀土储量与产量变化 (万吨)	4
图 2: 中国工信部对稀土开采总量控制情况 (吨)	4
图 3: 稀土价格指数 (点)	4
图 4: 氧化镨、氧化铽价格 (元/千克)	4

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司与广晟有色稀土矿情况对比 (截至 2022 年 8 月 17 日)	5
公司财务报表数据预测汇总	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026