

2025年3月3日

赤峰黄金 (6693 .HK)

SDICS

赤峰黄金 6693.HK IPO 点评报告

报告摘要

公司概况

赤峰黄金是一家快速发展的国际黄金生产商，现有业务的历史可追溯至2012年。公司目前已在A股上市，代码为600988.SH。目前公司拥有并经营6个黄金及多金属矿山，分布于中国、老挝和加纳等各地。公司是国内同行中增长率最高的主要黄金生产商，从2021年到2023年，公司黄金产量迅猛增长，总矿产金产量分别为260.2/436.2/461.5千盎司，年复合增长率为33.1%。公司在黄金资源量和黄金产量中均在中国黄金生产商中排名第五，在全球黄金生产商中排名20-30之间。2023年的黄金产量为461.5千盎司。另外，公司的运营效率领先全球黄金行业平均水平，黄金全维持成本低于全球平均水平。公司在中国境内的全维持成本在第一四分位数，在海外的全维持成本在第二四分位数。公司的海外市场收入占比大，在2023年，海外业务分别占黄金总产量及总收入的76.9%及71.9%，在中国黄金生产商中拥有最大海外业务。

2021年/2022年/2023年/2024年9月30日止九个月，公司的收入分别为37.8/62.6/72.2/62.2亿元，毛利率分别为33.2%/28.6%/32.6%/42.1%；归母净利润分别为5.8/4.5/8.0/11.1亿元。公司的收入主要来自黄金开采（2023年占87.6%），其余自其他矿产资源和其他。分地区看（2023年），公司第一大收入来源地是老挝（42.3%），第二大来源为加纳（29.6%），另外为中国（28.1%）。公司截至2024年9月30日止九个月收入同比增长17.8%，主要是因为平均售价由421.3元/克增加至495.7元/克，而税前利润同比增加143.7%，主要是由于金矿的销量增加及黄金产品的售价上涨共同驱动。

行业状况及前景

全球黄金需求主要分珠宝、投资、央行和技术/工业四大快，预计2024年到2028年全球黄金需求量从140.1百万盎司到144.9百万盎司，年复合增长率达0.8%，当央行需求增长最快，为6.9%，其次是技术/工业为1.2%，珠宝和投资的需求小幅下降。中国为世界最大的黄金生产和消费国。2024年到2028年中国的黄金需求量预计从35.7百万盎司到37.4百万盎司，年复合增长率1.1%，当央行需求增长最快为11.7%，投资需求增长3.7%，技术/工业需求增长2.4%，珠宝需求下降4.7%，主要是对未来经济不确定的担忧可能会抑制消费者对珠宝的需求，同时会刺激央行储备增长和投资需求。而黄金供应量一直保持相对稳定，预计2024年到2028年，全球黄金供应量的年复合增长率为1.1%，而中国为3.0%。

在高通胀、高燃料成本的背景下，加上现有地缘政治不确定性，对经济低迷的担忧在预期内依旧持续。黄金为投资组合多元化的必需品，以对冲风险及保值。根据弗若斯特沙利文预计，考虑到黄金强劲的需求，预计全球黄金现货价格讲于2024年至2028年按7.1%的复合年增长率稳步上升，由2024年的2357.1美元/盎司上升到2028年3097.7美元/盎司。

优势与机遇

中国最大的民营黄金生产商，在黄金产量及收入方面的增量领先，市场前景欣欣向荣；在识别具协同效应的并购目标、执行交易以及整合全球业务方面拥有良好往绩记录，具备海外经验及全球知名度；透过技术升级持续降本增效，提高盈利能力；独特的“共生共长”的企业文化以及长效的激励机制不断推动管理层和员工实现持续成长；管理团队具备黄金行业的丰富经验和专业知识，尽职尽责，并在本地和全球的矿山运营方面拥有优秀的运营往绩。

弱点与风险

黄金开采及其他矿产资源（过往价格波动显著）的市场价格变动将影响盈利能力以及经营产生的现金流量；业务面临若干采矿业特有的作业风险及危害，可能导致成本或损失增加、人身伤害或伤亡、声誉损害、经营暂停及其他处罚；可能无法通过勘探扩大或补充矿产资源量及储量；可能面临与经营海外业务有关的风险；可能无法取得、维持或重续采矿及勘探活动所需的政府许可证、拍照及批文；部分矿藏可能会发生手工采矿、黄金盗窃及抢劫事件，该等活动难以控制，并可能扰乱业务并使公司承担责任。

IPO 点评

证券研究报告

金属与采矿

股份名称：赤峰黄金
股份代码：6693.HK

IPO 专用评级 5.4

— 评级基于以下标准，最高10分

1. 公司营运 (30%)	6
2. 行业前景 (30%)	6
3. 招股估值 (20%)	5
4. 市场情绪 (20%)	4

主要发售统计数字

上市日期:	10/3/2025
发行价范围(港元)	13.72 -15.83
发行股数, 绿鞋前(百万股)	205.65
— 香港公开发售: 占比	20.57; 10%
— 最高回拨后股数: 占比	102.83; 50%
— 发行中旧股数目: 占比	0; 0%
总发行金额, 绿鞋前(亿港元)	28.22 -32.55
总集资金额, 绿鞋前(亿港元)	28.22 -32.55
净集资金额, 绿鞋前(亿港元)	28.19 -29.52
发行后股本(百万股)	
— 绿鞋前	1,869.56
— 绿鞋后	1,900.41
发行后市值 (亿港元)	
— 绿鞋前	256.50 -295.95
— 绿鞋后	260.74 -300.84
备考每股有形资产净值(港元)	2.03 -2.26
备考市净率(倍)	6.76 -7.00

保荐人	中信证券
账簿管理人	中信里昂、麦格里、中金公司、农银国际
会计师	安永

资料来源：公司招股书

颜晨 CFA 行业分析师

joyceyan@sdicsi.com.hk

集资用途

所得款项净额约50%用于未来五年现有矿场的升级及勘探；所得款项净额约40%用作未来三年在采矿业发展成熟、采矿业政策环境稳定的国家优先收购具有一定规模及优质的矿业资产；所得款项净额约10%用作一般公司用途。

投资建议

此次上市基石投资人有金山（香港）国际、斯派柯国际，合计申购占比约二成。公司此次IPO发行价为13.72-15.83港元，发行后总市值约为256.50-295.95亿港元（不包括超额配售）。根据2023年和2024年同花顺预测净利润计算，公司2023年P/E为29.96x-34.57x，2024预测P/E为14.06x-16.22x，我们认为估值相对合理。而同业中紫金矿业2899.HK 2023A/2024E年P/E为16.97x/12.33x；山东黄金1787.HK 2023A/2024E年P/E为33.03x/18.6x。公司本次H股上市相较于A股折扣为12%-21%，对比紫金矿业H股相较A股折价为11%，山东黄金折价为41%，如果以价格上限定价，公司H股相较A股折价优势不明显。总体公司运营较为优秀，行业前景较佳，净利润增速快，但考虑到公司是A+H股，料市场情绪较为一般。综合考虑我们给予IPO专用评级“5.4”，可以考虑申购，但料空间不大。

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。国证国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。国证国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释), 国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010