

金铋价格助推业绩增长，“十四五”目标稳步推进

2023 年 03 月 31 日

➤ 2022 年公司实现营收 210.41 亿元，同比增加 6.02%；归母净利润 4.37 亿元，同比增加 20.38%；扣非归母净利润 4.14 亿元，同比增加 17.87%。2022Q4 公司实现营收 48.77 亿元，同比减少 17.39%、环比减少 5.16%；归母净利润 0.87 亿元，同比增加 0.36%、环比增加 4.04%；扣非归母净利 0.68 亿元，同比减少 15.91%、环比减少 19.21%。

➤ **价格上涨提升毛利率，期间费用率稳定。** 2022 年公司主营业务有色金属开采营收 29.30 亿元，同比上升 9.78%，毛利率 50.53%，同比上升 0.99pct。2022 年黄金、铋品和钨品市场价格均有一定的上涨，其中铋品受制于供给紧缩，售价大幅上涨抬升公司整体毛利率，国内铋锭（99.65%）和三氧化二铋（99.5%）售价分别同比上涨 21.87%、19.02%。2022 年全年期间费用率为 4.66%，同比上升 0.4pct，基本维持稳定，其中财务费用减少 0.26 亿元，同比减少 96.22%，主要是因为 2022 年汇兑收益增加。

➤ **产销量维持稳定，重点子公司盈利良好。** 公司主力矿山为“沅陵沃溪金铋钨矿”、“平江黄金洞金矿”和“平江万古金矿”，现有规模化生产线黄金冶炼产能 100 吨/年、精铋冶炼 2.5 万吨/年，2022 年公司生产黄金 48.06 吨，同比增长 1.12%，其中自产金 4.6 吨，同比减少 10.68%；生产铋 30715 吨，同比减少 21.86%，其中自产铋 18618 吨，同比增加 5.88%，生产钨 2033 吨，同比增加 20.80%。子公司角度，公司旗下 24 家子公司，其中 2022 年贡献净利润超过 5000 万的矿山企业包括辰州矿业、安化渣滓溪、甘肃辰州、大万矿业以及新龙矿业，净利润分别同比+42.93%/+2615.41%/+36.37%/+48.10%/+56.51%。安化渣滓溪因安全、环保等生产扰动因素解除，产量回升引起净利润大幅增长。

➤ **项目持续推进，助力集团实现十四五规划目标。** 截至 2022 年末公司保有资源储量矿石量 6874 万吨，金金属量 144.9 吨，铋金属量 30.43 万吨，钨金属量 9.97 万吨，已有资源将继续深入开发。省外公司积极进行甘肃加鑫采矿权证办理工作，甘肃加鑫拥有的 4 个探矿权已完成矿产资源储量评审备案工作，下一步将继续推进以地南铜金矿和下游木仓金矿矿区划定和安评、环评及权益金评估等报告的编制和评审工作。省内公司与控股股东湖南黄金集团签订《行业培育协议书》，由湖南黄金集团代为培育平江县万古矿区金矿资源，待项目成熟后，公司拥有平江县黄金矿产项目优先购买权，预计上述项目逐步落地后将助力公司实现十四五产量达到 10 吨的目标。

➤ **盈利预测与投资建议：** 公司掌握国内优质金矿、铋矿资源，业绩将充分受益于贵金属价格的上行和工业需求复苏，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.58 / 8.04 / 9.39 亿元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 产品价格下跌，美联储货币政策波动风险，项目进度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21,041	23,826	24,931	25,362
增长率 (%)	6.0	13.2	4.6	1.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	437	658	804	939
增长率 (%)	20.4	50.3	22.3	16.8
每股收益 (元)	0.36	0.55	0.67	0.78
PE	40	27	22	19
PB	3.0	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.66 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1. 黄金行业深度报告：央行视角下的黄金储备与金价的关系-2023/03/23

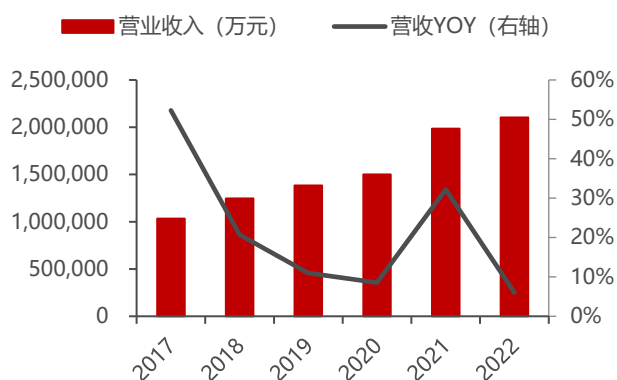
目录

1 业绩大幅增长，期间费用率稳定.....	3
2 产销量维持稳定，锑价上涨抬升毛利率	4
3 背靠湖南黄金集团，持续整合优质资源	7
4 投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 业绩大幅增长，期间费用率稳定

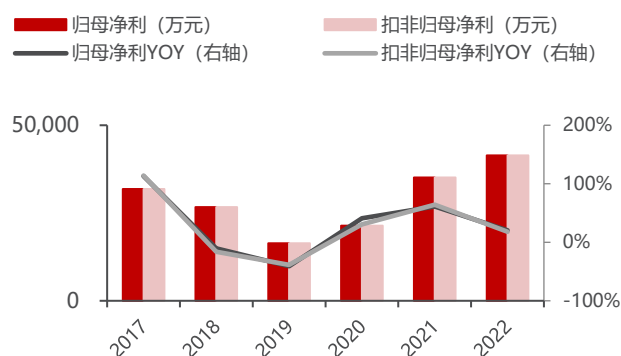
公司公布 2022 年年报:2022 年公司实现营收 210.41 亿元,同比增加 6.02%; 归母净利润 4.37 亿元,同比增加 20.38%; 扣非归母净利润 4.14 亿元,同比增加 17.87%。**分季度来看,**2022Q4, 公司实现营收 48.77 亿元,同比减少 17.39%、环比减少 5.16%; 归母净利润 0.87 亿元,同比增加 0.36%、环比增加 4.04%; 扣非归母净利 0.68 亿元,同比减少 15.91%、环比减少 19.21%。

图1: 2022 年, 公司实现营收 210.41 亿元



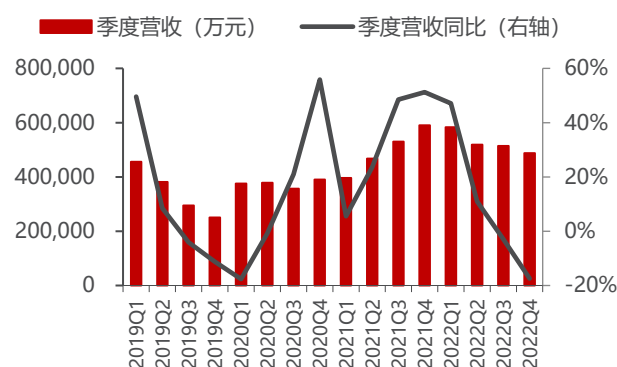
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 2022 年, 公司实现归母净利润 4.37 亿元



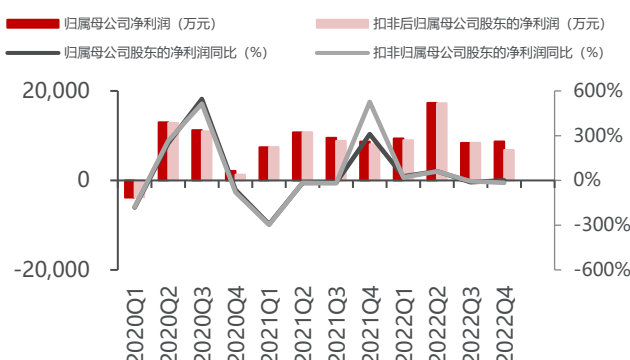
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 2022Q4, 公司实现营收 48.77 亿元



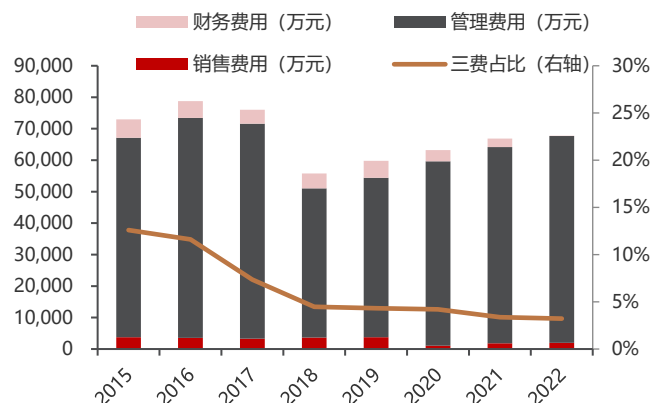
资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 0.87 亿元

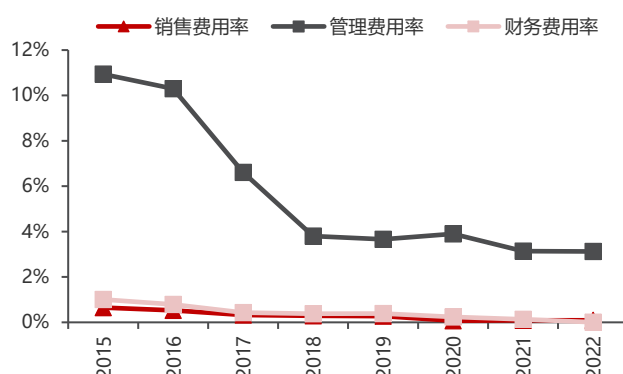


资料来源: wind, 民生证券研究院

从期间费用来看,2022 年公司期间费用率维持在低位。近年来公司经营趋于稳定, 期间费用率逐步降低, 由 2016 年的 11.61% 降低至 2022 年的 4.66% 较低水平。**年度同比来看:** 销售费用率为 0.09%, 与上年持平; 管理费用率为 3.12%, 同比减少 0.02pct。财务费用率大幅下降, 同比减少 0.14pct, 主要是因为 2022 年汇兑收益增加。**分季度看,**2022Q4 期间费用率为 4.55%, 环比减少 0.46pct; 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.08%/2.83%/-0.19%, 环比分别-0.02/-0.74/+0.17pct, 同比分别-0.02/-0.61/-0.31pct。

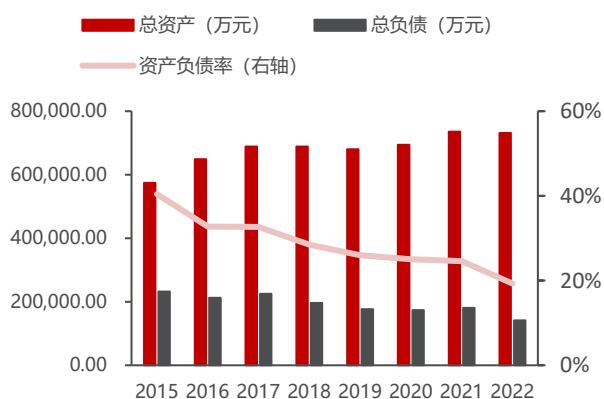
图5：2022 年全年期间费用率降低


资料来源：wind，民生证券研究院

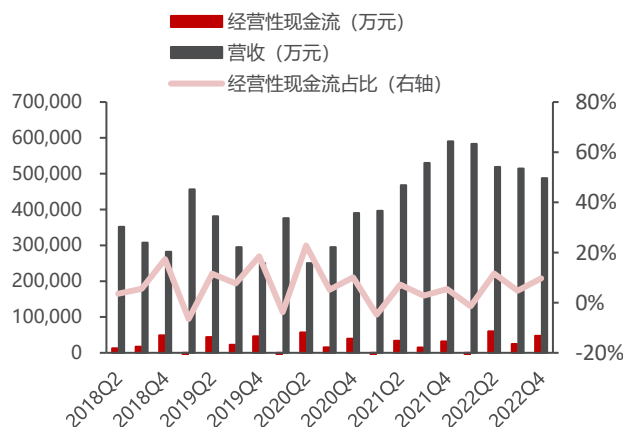
图6：2022Q4 公司费用率环比小幅下降


资料来源：wind，民生证券研究院

从资金能力的角度来看，2022 年公司实现经营活动现金净流入 12.36 亿元，同比增加 6.22 亿元，公司经营性现金流量净额高于净利润，主要是报告期盈利增加、经营性应收项目变动及存货变动同比减少所致；投资活动现金流入约为上年同期 14.55 倍，主要是报告期处置固定资产收到的现金净额同比增加所致；投资活动现金流出较上年同期减少 32.18%，主要是报告期支付采矿权权益金及其他投资支出同比减少所致；筹资活动产生的现金流量净额较上年同期减少 515.69%，主要是报告期债务融资净额减少所致。截至 2022 年 12 月 31 日，公司资产负债率仅为 19.31%，处于健康水平。

图7：2022 年底公司资产负债率为 19.31%


资料来源：wind，民生证券研究院

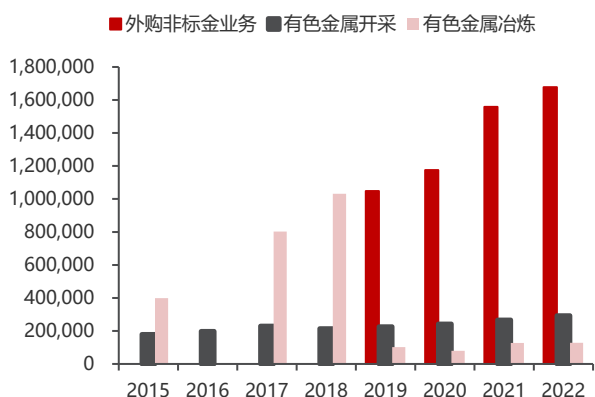
图8：公司经营净现金流变化


资料来源：wind，民生证券研究院

2 产销量维持稳定，锑价上涨抬升毛利率

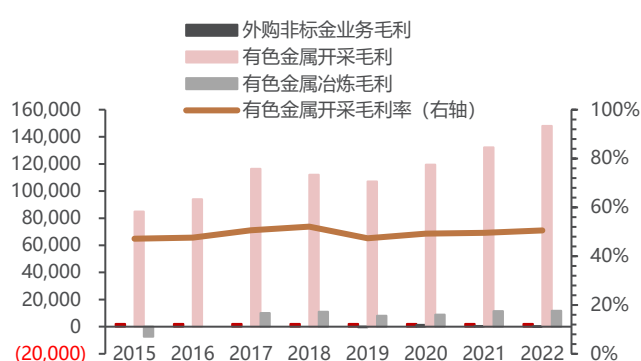
有色金属开采为主业，贡献主要利润。分业务来看，2022 年有色金属开采营收 29.30 亿元，同比增长 9.78%，毛利率为 50.53%，同比增加 0.99pct；有色金属开采业务毛利占比 92.37%，为公司主营业务。有色金属冶炼业务营收 12.81 亿元，同比增长 1.05%，毛利率为 9.16%，外购非标金业务营收 167.72 亿元，同比增长 7.63%，毛利率为 0.01%。

图9：有色金属开采业务营收增长明显（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2022年有色金属开采业务毛利率为50.53%

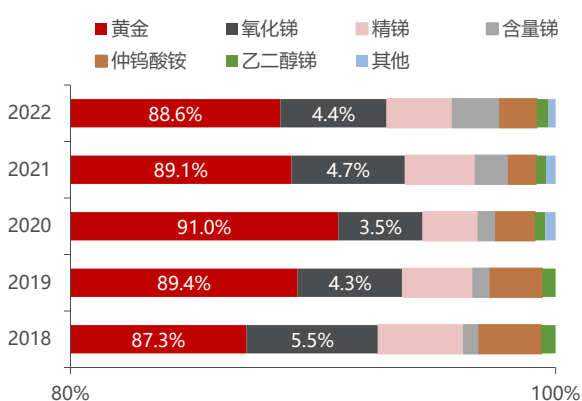


资料来源：wind，民生证券研究院

黄金和锑品为公司利润主要来源。分业务来看，营收方面，黄金2022年实现营收186.52亿元，较去年同期增长5.48%，主要原因是外购非标金业务收入同比增加，黄金业务营收占比88.65%。锑业务（包括氧化锑、精锑、乙二醇锑和含量锑）实现营收20.11亿元，同比增长8.14%，营收占比为9.56%，为除黄金业务外主要营收来源。

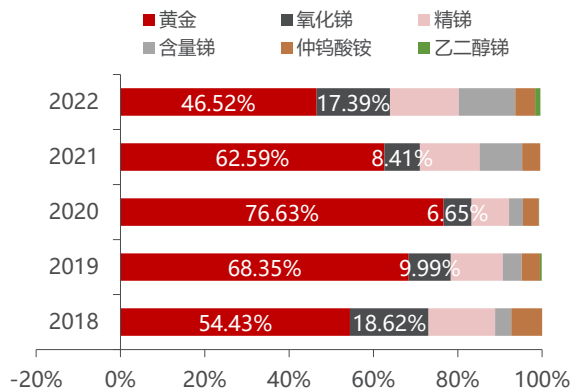
利润方面，黄金业务2022年毛利占比46.52%，毛利率4.00%，同比减少1.13pct，锑业务2022年毛利占比48.38%，毛利率38.57%，同比增加13.22pct。其中氧化锑/精锑/含量锑毛利率分别为30.06%/45.90%/52.42%，毛利占比分别为17.39%/16.30%/13.43%。

图11：公司主营产品营收占比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：公司主营产品毛利占比变化



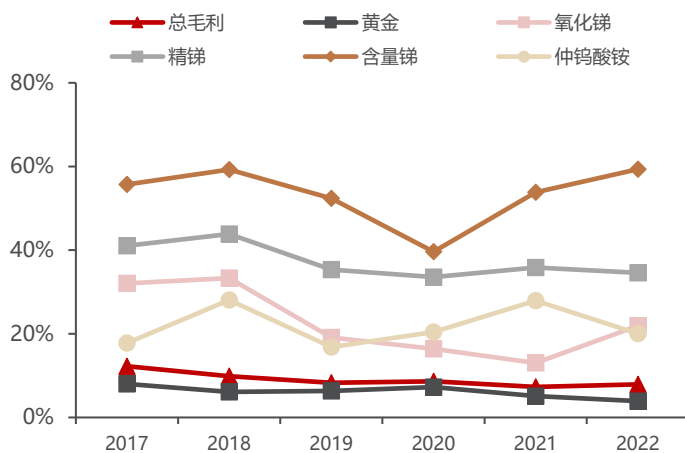
资料来源：wind，民生证券研究院

毛利率提升主要来自于锑产品价格上涨。公司主要产品金、锑、钨2022年价格同比均上涨，其中锑价上涨幅度较大，带动公司整体毛利率上升。

根据公司年报2022年上海黄金交易所Au9999黄金全年加权平均价格为390.58元/克，较2021年同期的373.66元/克上升4.53%；国内锑锭(99.65%)平均报价为79,110元/吨，同比上升21.87%；三氧化二锑(99.5%)平均报价为69,514元/吨，同比上升19.02%；国内65%黑钨精矿平均价格11.38万元/吨，

同比上涨 10.93%，仲钨酸铵 (APT) 平均价格 17.34 万元/吨，同比上涨 12.3%。

图13：公司主营产品毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

从产销角度看，1) 黄金 2022 年产量为 48.06 吨，同比增加 1.12%，其中自产金 4.6 吨，同比减少 10.68%，销量为 48.16 吨，同比增加 0.82%；2) 铌品 2022 年产量为 3.07 万吨，同比减少 21.86%，其中公司自产铌 1.86 万吨，同比增加 5.88%，产量下降主要或为外购原料产铌量减少所致，销量为 3.24 万吨，同比减少 15.60%。3) 钨品 2022 年产量为 0.20 万标吨，同比增加 20.80%，其中自产钨精矿 0.16 万吨，同比减少 12.40%，整体销量为 0.21 万标吨，同比增加 26.23%。

表1：公司分产品产销和库存情况

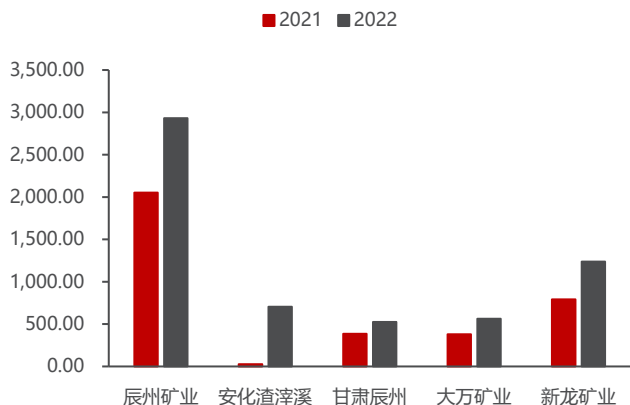
行业分类	项目	单位	2022	2021	同比
黄金	销售量	吨	48.16	47.76	0.82%
	生产量	吨	48.06	47.53	1.12%
	库存量	吨	0.02	0.12	-84.03%
铌品	销售量	万吨	3.24	3.84	-15.60%
	生产量	万吨	3.07	3.93	-21.86%
	库存量	万吨	0.13	0.30	-55.85%
钨品	销售量	万标吨	0.21	0.17	26.23%
	生产量	万标吨	0.20	0.17	20.80%
	库存量	万标吨	0.00	0.01	-76.47%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

从子公司的角度来看，根据 2022 年年报，公司旗下共有 24 家子公司，其中 2022 年贡献净利润超过 5000 万的矿山企业包括辰州矿业、安化渣滓溪、甘肃辰州、大万矿业以及新龙矿业。2022 年，辰州矿业、安化渣滓溪、甘肃辰州、大万矿业和新龙矿业分别实现净利润 2.93 亿元、0.70 亿元、0.52 亿元、0.56 亿元、1.24 亿元，同比+42.83%/+2615.41%/+36.37%/+48.10%/+56.51%。上述子公司净利润同比大幅增长均主要源于产品价量齐升，安化渣滓溪因安全、环保等生

产扰动因素解除，产量回升引起净利润大幅增长。

图14: 主力矿山 2022 年净利润 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 背靠湖南黄金集团，持续整合优质资源

重点项目积极推进，助力集团向十四五规划目标靠拢。公司为湖南黄金集团唯一上市平台，实控人为湖南省国资委，截至 2022 年末，公司拥有和控制矿业权 36 个，其中探矿权 24 个、采矿权 12 个，公司保有资源储量矿石量 6874 万吨，金金属量 144.9 吨，锑金属量 30.43 万吨，钨金属量 9.97 万吨。

公司主力矿山为“沅陵沃溪金锑钨矿”、“平江黄金洞金矿”和“平江万古金矿”，现有规模化生产线黄金冶炼产能 100 吨/年、精锑冶炼 2.5 万吨/年。公司矿产品产量规模近年来在 5 吨左右。根据公司“十四五”规划，到 2025 年，公司力争要实现自产黄金 10 吨，利润 10 亿元的战略目标。

甘肃加鑫探转采工作全力推进。公司高度关注并积极推动甘肃加鑫采矿权证办理工作，甘肃加鑫拥有的 4 个探矿权已完成矿产资源储量评审备案工作；以地南铜金矿矿区和下看木仓金矿矿区按要求完成了环境恢复治理并通过州市政府验收，绿色矿山建设规划已完成并通过评审，“三合一”报告、安评、环评均已委托第三方编制单位并开展了前期工作，初步设计已完成初稿。下一步甘肃加鑫将继续推进以地南铜金矿和下看木仓金矿矿区划定和安评、环评及权益金评估等报告的编制和评审工作。

集团代为培育万古矿区，资产整合可期。2022 年 2 月 8 日，黄金洞矿业与巨龙矿业签订《探矿权转让合同》，拟收购巨龙矿业拥有的湖南省平江县曲溪矿区金矿普查探矿权，目前，曲溪金矿矿区查明探获的矿石量为 30.32 万吨，金金属量为 1154 千克。此前 2021 年公司与控股股东湖南黄金集团签订《行业培育协议书》，由湖南黄金集团代为培育平江县万古矿区金矿资源，待项目成熟后，公司拥有平江县黄金矿产项目优先购买权，预计万古矿区整合将为公司带来产能增长。

4 投资建议

公司掌握国内优质金矿、锑矿资源, 业绩将充分收益于贵金属价格的上行和工业需求复苏, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.58 /8.04 /9.39 亿元, 同比分别增长 50.34%/22.30%/16.80%。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.55/0.67/0.78 元, 按照 3 月 30 日收盘价 14.66 元/股计算, 2023-2025 年 PE 分别为 27/22/19, 维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 产品价格下跌。公司生产的黄金、锑等产品价格波动会明显影响公司盈利，若产品价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

2) 美联储货币政策波动风险。公司利润中黄金占比最高，受美联储加息政策影响，若美联储超预期鹰牌加息，可能对公司产品价格和业绩造成影响。

3) 项目进展不及预期。公司目前仍有较多项目仍在推进中，可能会受突发情况影响项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，汇兑盈利产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,041	23,826	24,931	25,362
营业成本	19,438	21,842	22,726	22,994
营业税金及附加	109	119	125	122
销售费用	20	21	17	18
管理费用	657	715	748	761
研发费用	302	357	374	380
EBIT	527	771	941	1,088
财务费用	1	41	44	49
资产减值损失	-30	0	0	0
投资收益	-9	-7	-8	-3
营业利润	497	749	917	1,070
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	489	749	917	1,070
所得税	56	90	110	128
净利润	433	659	807	942
归属于母公司净利润	437	658	804	939
EBITDA	931	1,179	1,344	1,484

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	636	1,115	1,757	2,746
应收账款及票据	79	115	112	110
预付款项	57	73	74	73
存货	308	529	497	475
其他流动资产	389	377	412	423
流动资产合计	1,468	2,209	2,853	3,828
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	3,767	3,793	3,774	3,653
无形资产	674	699	719	739
非流动资产合计	5,849	5,890	5,882	5,774
资产合计	7,316	8,099	8,735	9,601
短期借款	319	359	359	359
应付账款及票据	148	262	242	232
其他流动负债	754	843	813	867
流动负债合计	1,221	1,464	1,413	1,457
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	192	192	192	192
非流动负债合计	192	192	192	192
负债合计	1,413	1,656	1,605	1,650
股本	1,202	1,202	1,202	1,202
少数股东权益	67	68	71	74
股东权益合计	5,904	6,443	7,130	7,952
负债和股东权益合计	7,316	8,099	8,735	9,601

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.02	13.24	4.64	1.73
EBIT 增长率	17.96	46.44	22.05	15.58
净利润增长率	20.38	50.34	22.30	16.80
盈利能力 (%)				
毛利率	7.62	8.33	8.84	9.34
净利润率	2.06	2.77	3.24	3.71
总资产收益率 ROA	5.98	8.12	9.21	9.78
净资产收益率 ROE	7.49	10.31	11.39	11.92
偿债能力				
流动比率	1.20	1.51	2.02	2.63
速动比率	0.90	1.10	1.61	2.25
现金比率	0.52	0.76	1.24	1.88
资产负债率 (%)	19.31	20.45	18.38	17.18
经营效率				
应收账款周转天数	1.37	1.75	1.64	1.59
存货周转天数	5.78	8.85	7.99	7.54
总资产周转率	2.88	2.94	2.85	2.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.55	0.67	0.78
每股净资产	4.86	5.30	5.87	6.55
每股经营现金流	1.03	0.85	0.98	1.17
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	40	27	22	19
PB	3.0	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	18.59	14.31	12.08	10.27
股息收益率 (%)	0.68	0.68	0.68	0.68

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	433	659	807	942
折旧和摊销	404	408	402	396
营运资金变动	337	-59	-52	59
经营活动现金流	1,236	1,023	1,172	1,406
资本开支	-476	-447	-391	-280
投资	0	0	0	-3
投资活动现金流	-476	-454	-399	-286
股权募资	0	0	0	0
债务募资	76	40	0	0
筹资活动现金流	-585	-90	-131	-131
现金净流量	180	479	642	989

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 210.41 亿元	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 4.37 亿元	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 48.77 亿元	3
图 4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 0.87 亿元	3
图 5: 2022 年全年期间费用率降低	4
图 6: 2022Q4 公司费用率环比小幅下降	4
图 7: 2022 年底公司资产负债率为 19.31%	4
图 8: 公司经营活动净现金流变化	4
图 9: 有色金属开采业务营收增长明显 (单位: 万元)	5
图 10: 2022 年有色金属开采业务毛利率为 50.53%	5
图 11: 公司主营产品营收占比变化	5
图 12: 公司主营产品毛利占比变化	5
图 13: 公司主营产品毛利率变化	6
图 14: 主力矿山 2022 年净利润 (单位: 百万元)	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司分产品产销和库存情况	6
公司财务报表数据预测汇总	10

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。本报告清晰准确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
行业评级	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