

## 黄金上行周期，业绩有望底部反转

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营业总收入 62.67 亿元, 同比增长 65.67%; 归母净利润 4.51 亿元, 同比下降 22.57%; 扣非净利润 4.01 亿元, 同比下降 24.90%。
- **2022 年产量不及预期, 成本上升拖累业绩。** 2022 年公司实际黄金产量 13.57 吨, 同比+67.61%, 低于 2022 年黄金产量 15.76 吨的目标, 公司毛利率 28.64%, 同比下滑 4.62%。主要原因一是 2022 年度矿石品位较上年度有所下降, 原材料、能源价格上升导致材料费和电费较上年度大幅上涨, 单位成本上升; 二是金星资源纳入合并范围后所得税有效税负率上升; 三是并购过程中形成的评估增值在本年度摊销金额较大。
- **关注降本控费, 并购持续提供黄金增量:** 根据公司年报, 2023 年公司将保守计划黄金产量, 重点关注降本控费。合并范围内总体矿产金产量计划不低于 14.6 吨。公司通过认购增发股份、竞标摘牌、二级市场增持等方式投资铁拓矿业, 截至报告期末持有其已发行股份的 13.05%, 加强了在西非的战略布局。公司收购新恒河矿业 51% 股权, 取得云南洱源溪灯坪金矿控股权, 该项目处于建设期, 一期设计采选规模为 14 万吨/年, 待探矿权转采矿权后, 采选规模和黄金产量将进一步提高。
- **金价仍处上行周期, 黄金业务保持量价齐升:** 美联储加息进入尾声, 货币周期的切换背景下, 长端美债实际收益率和美元大周期仍向下; 能源转型、逆全球化及服务业通胀粘性下, 长期通胀中枢难以快速回落; 全球央行增持黄金, 战略配置地位提升。黄金价格中枢有望继续向上, 为公司带来业绩与估值的双击效应。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年公司实现归母净利润分别为 9.2 亿元/13.4 亿元/15.3 亿元, 对应 EPS 分别为 0.55 元/0.81 元/0.92 元, 三年归母净利润复合增长率为 50.3%, 对应 PE 值 33/22/20X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 黄金价格下跌风险, 矿山达产不及预期风险, 海外运营风险。

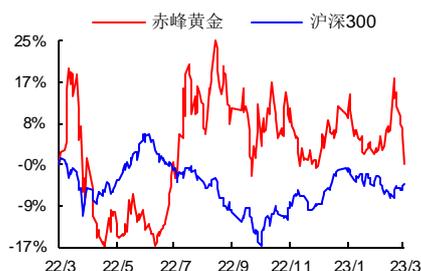
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6266.79	6863.50	8116.25	9392.26
增长率	65.67%	9.52%	18.25%	15.72%
归属母公司净利润(百万元)	451.12	922.27	1343.21	1530.96
增长率	-22.57%	104.44%	45.64%	13.98%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.55	0.81	0.92
净资产收益率 ROE	6.67%	12.11%	15.28%	15.19%
PE	67	33	22	20
PB	5.82	5.01	4.20	3.57

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn  
联系人: 黄腾飞  
电话: 13651914586  
邮箱: htengf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	16.64
流通 A 股(亿股)	16.64
52 周内股价区间(元)	15.03-22.75
总市值(亿元)	302.00
总资产(亿元)	80.54
每股净资产(元)	2.78

### 相关研究

1. 赤峰黄金(600988): 黄金业务高成长, 量价齐升显优势 (2022-09-02)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

**黄金业务：**根据公司实际生产情况，假定公司 2023-2025 年黄金销量分别为 14.6 吨、17.1 吨、20.0 吨；基于看涨黄金价格的预期，假设 2023-2025 年公司黄金价格销售均价分别为 430、440、440 元/克；假设黄金生产的单位成本稳中趋降。

**其他金属业务：**根据公司生产计划，假设 2023-2025 年电解铜销量为 6670 吨、6800 吨、6800 吨，锌精粉、铅精粉及铜精粉的产量与 2022 年持平；假定 2023 年铜价格重心环比持平，铅锌等产品价格重心回落，成本变动趋势保持一致。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：主营业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
黄金业务	收入	2968.76	5304.7	6278.0	7524.0	8800.0
	增速	79.1%	78.7%	18.3%	19.8%	17.0%
	毛利率	29.3%	27.6%	37.2%	39.8%	39.8%
电解铜业务	收入	337.4	393.3	400.2	408.0	408.0
	增速	-80.0%	16.6%	1.7%	1.9%	0.0%
	毛利率	62.1%	34.2%	31.3%	31.3%	31.3%
锌精粉业务	收入	136.0	174.3	140.0	140.0	140.0
	增速	53.5%	28.2%	-19.7%	0.0%	0.0%
	毛利率	52.7%	53.6%	47.2%	47.2%	47.2%
铅精粉业务	收入	34.7	39.7	34.3	33.3	33.3
	增速	-23.7%	14.5%	-13.7%	-3.1%	0.0%
	毛利率	70.5%	69.2%	65.1%	64.0%	64.0%
铜精粉业务	收入	38.0	21.8	11.0	11.0	11.0
	增速	80.3%	-42.8%	-49.4%	0.0%	0.0%
	毛利率	74.2%	60.9%	60.9%	60.9%	60.9%
合计	收入	3782.6	6266.8	6863.5	8116.3	9392.3
	增速	-17.0%	65.7%	9.5%	18.3%	15.7%
	毛利率	33.3%	28.6%	37.2%	39.6%	39.6%

数据来源：公司年报，西南证券

预测 2023-2025 年公司营收为 68.6 亿元/81.2 亿元/93.9 亿元，实现归母净利润分别为 9.2 亿元/13.4 亿元/15.3 亿元，同比增长 +104.4%/+45.6%/+14.0%，三年复合增长率为 +50.3%，实现 EPS 分别为 0.55 元/0.81 元/0.92 元，对应 PE 分别为 33/22/20X。

我们选取黄金行业同类型公司可比估值，2022-2024 年对应一致性预期 PE 平均水平分别为 23/23/19 倍，公司产量增长预期弹性较高，估值水平历来处于属于同行业较高水平，仅次于山东黄金，2023-2025 年对应 PE 分别为 33/22/20X，黄金价格仍处于上行大周期，金价上涨将给予公司业绩和估值的双击效应，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（股价取自 2023 年 3 月 31 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（X）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000975.SZ	银泰黄金	13.17	0.41	0.64	0.79	0.91	32.52	20.62	16.73	14.48
600547.SH	山东黄金	22.04	0.28	0.46	0.61	0.78	79.14	47.92	36.04	28.29
002237.SZ	恒邦股份	11.71	0.43	0.61	0.78	0.92	26.93	19.07	15.07	12.69
600489.SH	中金黄金	10.53	0.44	0.62	0.70	/	25.18	17.09	15.00	/
平均值							23.09	22.50	18.95	16.40

数据来源：wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6266.79	6863.50	8116.25	9392.26	净利润	494.02	1009.98	1470.96	1676.57
营业成本	4471.73	4307.21	4902.07	5670.57	折旧与摊销	1346.73	873.01	873.01	873.01
营业税金及附加	283.98	298.63	360.47	412.90	财务费用	137.30	102.95	121.74	140.88
销售费用	0.72	19.42	13.16	11.20	资产减值损失	-41.72	180.00	50.00	50.00
管理费用	502.38	549.08	649.30	751.38	经营营运资本变动	762.50	-331.46	-15.26	-101.46
财务费用	137.30	102.95	121.74	140.88	其他	-1608.71	-55.60	-168.26	-10.57
资产减值损失	-41.72	180.00	50.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1090.13	1778.89	2332.20	2628.44
投资收益	61.56	10.00	10.00	10.00	资本支出	-3720.26	-1500.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-11.91	-9.96	-9.24	-9.92	其他	-263.79	31.19	13.05	11.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-3984.05	-1468.81	-986.95	-988.03
<b>营业利润</b>	852.28	1406.24	2020.27	2355.39	短期借款	488.41	-288.41	0.00	0.00
其他非经营损益	-30.13	-17.28	-20.90	-10.67	长期借款	1513.78	1000.00	1000.00	1000.00
<b>利润总额</b>	822.15	1388.96	1999.37	2344.73	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	328.13	378.98	528.41	668.15	支付股利	0.00	-90.22	-184.45	-268.64
净利润	494.02	1009.98	1470.96	1676.57	其他	222.95	44.84	734.31	1066.79
少数股东损益	42.91	87.72	127.75	145.61	<b>筹资活动现金流净额</b>	2225.14	666.20	1549.86	1798.15
归属母公司股东净利润	451.12	922.27	1343.21	1530.96	<b>现金流量净额</b>	-655.32	976.28	2895.11	3438.56
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1285.11	2261.39	5156.50	8595.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	521.88	723.16	805.61	919.82	销售收入增长率	65.67%	9.52%	18.25%	15.72%
存货	2164.63	1964.85	2370.94	2703.90	营业利润增长率	14.12%	65.00%	43.66%	16.59%
其他流动资产	137.85	100.21	109.61	119.18	净利润增长率	-19.55%	104.44%	45.64%	13.98%
长期股权投资	357.82	357.82	357.82	357.82	EBITDA 增长率	62.63%	1.96%	26.56%	11.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5861.74	7128.42	7895.10	8661.78	毛利率	28.64%	37.24%	39.60%	39.63%
无形资产和开发支出	6775.06	6135.41	5495.77	4856.13	三费率	10.22%	9.78%	9.66%	9.62%
其他非流动资产	440.21	451.13	438.80	426.86	净利率	7.88%	14.72%	18.12%	17.85%
<b>资产总计</b>	17544.29	19122.38	22630.15	26640.54	ROE	6.67%	12.11%	15.28%	15.19%
短期借款	488.41	200.00	200.00	200.00	ROA	2.82%	5.28%	6.50%	6.29%
应付和预收款项	1236.48	1138.24	1356.10	1560.54	ROIC	10.07%	13.01%	18.79%	23.16%
长期借款	1513.78	2513.78	3513.78	4513.78	EBITDA/销售收入	37.28%	34.71%	37.15%	35.87%
其他负债	6897.32	6928.85	7932.25	9330.27	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	10135.99	10780.87	13002.13	15604.59	总资产周转率	0.49	0.37	0.39	0.38
股本	1663.91	1663.91	1663.91	1663.91	固定资产周转率	1.64	1.35	1.68	2.04
资本公积	626.61	626.61	626.61	626.61	应收账款周转率	31.71	23.31	31.29	28.29
留存收益	3211.28	4043.33	5202.08	6464.40	存货周转率	2.31	2.03	2.20	2.22
归属母公司股东权益	5187.57	6033.07	7191.82	8454.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.33%	—	—	—
少数股东权益	2220.73	2308.45	2436.20	2581.81	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	7408.30	8341.52	9628.02	11035.95	资产负债率	57.77%	56.38%	57.45%	58.57%
负债和股东权益合计	17544.29	19122.38	22630.15	26640.54	带息债务/总负债	19.75%	25.17%	28.56%	30.21%
					流动比率	1.25	2.10	3.05	3.90
					速动比率	0.59	1.28	2.19	3.04
					股利支付率	0.00%	9.78%	13.73%	17.55%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2336.32	2382.21	3015.02	3369.29	每股收益	0.27	0.55	0.81	0.92
PE	66.95	32.75	22.48	19.73	每股净资产	3.12	3.63	4.32	5.08
PB	5.82	5.01	4.20	3.57	每股经营现金	0.66	1.07	1.40	1.58
PS	4.82	4.40	3.72	3.22	每股股利	0.00	0.05	0.11	0.16
EV/EBITDA	13.19	12.66	9.38	7.67					
股息率	0.00%	0.30%	0.61%	0.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn