

业绩历史新高，产能扩张大步迈进

2023 年 04 月 07 日

➤ 2022 年，公司实现营收 500.47 亿元，同比增加 20.94%；归母净利润 4.99 亿元，同比增加 9.74%；扣非归母净利润 6.25 亿元，同比增加 4.91%。公司业绩创上市以来新高。2022Q4，公司实现营收 155.09 亿元，同比增加 62.16%、环比增长 18.43%；归母净利润 0.94 亿元，同比减少 10.78%、环比减少 32.18%。

➤ **产量增加带动营收增长，冶炼贡献主要盈利。**2022 年黄金/白银/电解铜/硫酸的营收分别为 178.5/36.93/119.83/4.6 亿元，同比变化+21.39%/-8.96%/-0.23%/-2.47%；毛利占比分别为 23.33%/15.41%/23.95%/9.36%。公司全年黄金/白银/电解铜/硫酸产量分别为 46.76 吨/825.53 吨/20.02 万吨/135.23 万吨，同比变化+18.08%/+9.02%/+2.77%/-1.63%，产量增加带动营收大幅增长。未来将向着黄金 47.7 吨、白银 791.83 吨、铜 19.12 万吨的产量目标迈进。

➤ **期间费用率与毛利率均有所下滑。**2022 年公司期间费用率为 1.64%，同比下降 0.82pct。其中销售/管理/财务费用率分别为 0.06%/0.94%/0.64%，同比变化 0.01%/-0.61%/-0.23pct，销售费用率增加主要是 2022 年职工薪酬增加所致；财务费用率同比下降 0.23pct，主要是 2022 年汇兑收益较去年增加。全年毛利率同比下降，分产品来看黄金/白银/电解铜/硫酸毛利率分别为 2.46%/7.84%/3.76%/38.19%，同比变动-1.27%/+2.38%/-0.17%/-7.62pct。

➤ **产能继续扩张，在建工程稳步推进。**公司目前具备年产黄金 50 吨、白银 1000 吨、电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的冶炼产能，并可综合回收锑、铋、碲、砷等稀贵金属。公司基于领先的冶炼水平不断扩充产能，加强规模化经营优势：1) 公司拟发行 31.6 亿元可转债主要投资于含金多金属矿有价元素综合回收技改项目，项目建成后将具备年处理 45 万吨矿石能力，预计年产出金锭 11.49 吨、银锭 210.16 吨、A 级铜 8.47 万吨、硫酸 37.91 万吨；2) 复杂金精矿多元素综合回收项目关键手续已获批；3) 高纯材料研发及产业化项目二期工程于 2022 年 11 月份建成试产，高纯砷、锑、碲等系列的新材料产品将全面工业化生产。

➤ **自有矿山建设，参股海外项目和未来资产注入，矿山资源端值得期待。**截至 2022 年底公司及子公司合计保有黄金资源量 150.38 吨，其中牟平辽上金矿扩界、扩能项目关键手续已获批，建成后可形成 90 万吨/年矿石采选产能；公司参股万国矿业 20.87% 股权布局海外资源，其海外矿山已于 2022 年正式投产，开始贡献投资收益；此外，公司控股股东江西铜业承诺将其旗下优质黄金资产注入公司，在江西黄金下属金矿符合相关条件后，将启动黄金资产注入工作。

➤ **盈利预测与投资建议：**公司业绩创历史新高，扩产项目稳步推进，考虑到未来优质资源注入，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6.01/7.27/8.89 亿元，按 4 月 7 日收盘价计算，对应 PE 为 24/20/16 倍，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品价格波动风险、探矿及开采风险、原材料供应风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	50,047	53,976	56,860	63,321
增长率 (%)	20.9	7.9	5.3	11.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	499	601	727	889
增长率 (%)	9.7	20.3	21.1	22.2
每股收益 (元)	0.43	0.52	0.63	0.77
PE	29	24	20	16
PB	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 7 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

12.63 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

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	50,047	53,976	56,860	63,321
营业成本	48,167	51,982	54,652	60,914
营业税金及附加	107	111	121	133
销售费用	31	29	57	50
管理费用	469	486	512	507
研发费用	143	162	171	189
EBIT	1,055	1,207	1,348	1,529
财务费用	320	345	341	336
资产减值损失	-103	-100	-100	-100
投资收益	-33	0	0	0
营业利润	624	773	918	1,108
营业外收支	-74	-64	-64	-64
利润总额	551	709	854	1,044
所得税	85	142	171	209
净利润	466	567	683	835
归属于母公司净利润	499	601	727	889
EBITDA	1,603	1,804	1,949	2,154

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,903	4,171	4,551	4,664
应收账款及票据	11	5	6	7
预付款项	73	156	164	183
存货	9,003	9,869	10,381	11,582
其他流动资产	1,435	1,514	1,591	1,765
流动资产合计	14,425	15,714	16,693	18,201
长期股权投资	337	337	337	337
固定资产	3,872	3,490	3,063	2,603
无形资产	669	798	839	900
非流动资产合计	5,449	5,139	4,729	4,307
资产合计	19,874	20,853	21,421	22,508
短期借款	5,191	5,191	5,191	5,191
应付账款及票据	1,748	2,073	2,027	2,287
其他流动负债	1,493	1,626	1,603	1,640
流动负债合计	8,432	8,890	8,821	9,119
长期借款	1,115	1,115	1,115	1,115
其他长期负债	2,134	2,134	2,134	2,134
非流动负债合计	3,249	3,249	3,249	3,249
负债合计	11,681	12,139	12,070	12,368
股本	1,148	1,148	1,148	1,148
少数股东权益	-72	-105	-150	-203
股东权益合计	8,193	8,714	9,351	10,140
负债和股东权益合计	19,874	20,853	21,421	22,508

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	20.94	7.85	5.34	11.36
EBIT 增长率	-5.87	14.34	11.71	13.48
净利润增长率	9.74	20.33	21.11	22.16
盈利能力 (%)				
毛利率	3.76	3.69	3.88	3.80
净利率	0.93	1.05	1.20	1.32
总资产收益率 ROA	2.51	2.88	3.40	3.95
净资产收益率 ROE	6.04	6.81	7.66	8.59
偿债能力				
流动比率	1.71	1.77	1.89	2.00
速动比率	0.63	0.64	0.70	0.71
现金比率	0.46	0.47	0.52	0.51
资产负债率 (%)	58.78	58.21	56.35	54.95
经营效率				
应收账款周转天数	0.08	0.10	0.10	0.10
存货周转天数	68.22	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	2.52	2.59	2.65	2.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.52	0.63	0.77
每股净资产	7.20	7.68	8.28	9.01
每股经营现金流	1.36	0.93	0.95	0.72
每股股利	0.04	0.04	0.04	0.04
估值分析				
PE	29	24	20	16
PB	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.01	10.52	9.54	8.59
股息收益率 (%)	0.32	0.32	0.32	0.32

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	466	567	683	835
折旧和摊销	548	597	602	624
营运资金变动	-79	-674	-777	-1,208
经营活动现金流	1,564	1,068	1,085	829
资本开支	-406	-350	-255	-266
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-617	-350	-255	-266
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-745	0	0	0
筹资活动现金流	-499	-450	-450	-450
现金净流量	478	267	380	113

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