

黄金业务量价齐升，盈利能力持续增强

投资要点

- 事件:** 公司2023上半年共实现营业收入45.7亿元，同比+14.5%，归母净利润7.3亿元，同比+29.8%。其中Q2单季度实现营业收入23.8亿元，同比+35.2%，环比增加8.6%；归母净利润4.4亿元，同比+49.9%，环比+47.8%。
- 量价齐升是公司业绩增长的主要原因:** 根据半年报披露，公司净利润同比上涨的主要原因为矿产品销售收入的增加。2023年上半年金价呈现震荡上行趋势，公司合质金销售单价较上年同期增长了约10.67%。2022上半年公司产销受疫情等不可控因素影响下滑，2023年生产全面恢复后，合质金销售数量较上年同期增加了约14.68%，锌精矿和铅精矿(含银)销售收入较上年增加了约85%。
- 金价重心持续抬升，有望驱动公司业绩向上:** 美国加息进入尾声，通胀数据的持续回落提升市场对美联储转鸽的预期，货币周期的切换背景下，长端美债实际收益率和美元指数向下仍有空间。逆全球化背景下避险情绪频发，央行继续增持黄金，黄金的战略配置地位提升。金融属性、货币属性和避险属性将驱动黄金价格中枢继续上移。
- 股东变更事宜有序推进:** 2022年12月公司实际控制人沈国军先生、控股股东中国银泰投资有限公司与山东黄金签署《股份转让协议》，中国银泰投资有限公司、沈国军先生拟将持有的公司的20.93%股权转让给山东黄金。本次交易已经先后通过山东省国资委批复、反垄断审查以及香港联交所审核，2023年6月30日交易获得山东黄金股东大会批准，股东变更正在有序推进。变更完成后，与山东黄金的强强联合有望提升协同效应。
- 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15.1亿元/15.9亿元/16.8亿元，对应EPS分别为0.54元/0.57元/0.61元，三年归母净利润将保持14.4%的复合增长率。银泰黄金矿资源禀赋优质，盈利能力稳定，2023年估值处于同业相对低位，黄金上涨周期对黄金公司以往有业绩、估值拔升的双击效应，给予公司2023年30倍估值，对应目标价16.2元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 黄金价格下跌风险，矿山生产不及预期风险。

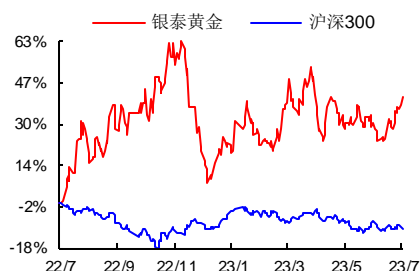
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8381.54	9254.81	9453.82	9550.16
增长率	-7.29%	10.42%	2.15%	1.02%
归属母公司净利润(百万元)	1124.46	1512.50	1591.85	1681.55
增长率	-11.69%	34.51%	5.25%	5.64%
每股收益EPS(元)	0.40	0.54	0.57	0.61
净资产收益率ROE	9.81%	12.20%	12.02%	11.88%
PE	32	24	23	21
PB	3.29	3.04	2.86	2.68

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: 朱善颖
电话: 18810685324
邮箱: zsyf@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)	27.77
流通A股(亿股)	24.87
52周内股价区间(元)	9.52-15.56
总市值(亿元)	367.08
总资产(亿元)	163.43
每股净资产(元)	3.73

相关研究

- 银泰黄金(000975): Q3稳健经营, 黄金业务成长延续 (2022-11-02)
- 银泰黄金(000975): 短期业绩受扰动, 黄金板块成长性延续 (2022-09-01)

盈利预测

关键假设：

黄金业务：由于公司股东发生变更，保守估计新增芒市华盛金矿项目进度较慢，假定公司 2023-2025 年黄金销量维持 7.2 吨/年；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 435、450、450 元/克；假设黄金生产的单位成本维持稳定。

其他金属业务：根据公司生产进度，假定公司 2023 年白银销量增长至 260 吨，2024-2025 年销量维持不变，锌、铅精矿销量 2023 年同比增长 20%，2024-2025 年维持不变。假定 2023 年公司白银销售均价小幅上升至 3.7 元/克，2024-2025 年保持不变。铅锌价格受需求周期影响小幅下降，假定 2023 年锌精矿销售均价下降 10% 至 14661 元/吨，2024-2025 年保持不变，铅精矿 2023-2025 年销售均价为 12756、12500、12500 元/吨。

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：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
矿产金业务	收入	2672.1	2709.3	3132.0	3240.0	3240.0
	增速	8.5%	1.4%	13.5%	3.3%	0.0%
	毛利率	60.3%	57.4%	60.9%	62.2%	62.2%
含银业务	收入	771.4	647.4	962.0	962.0	962.0
	增速	28.2%	-16.1%	48.6%	0.0%	0.0%
	毛利率	57.2%	47.8%	52.0%	52.0%	52.0%
锌精矿业务	收入	191.7	246.3	266.0	266.0	266.0
	增速	50.7%	28.5%	8.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	55.3%	47.7%	41.9%	41.9%	41.9%
铅精矿业务	收入	141.1	147.9	172.2	168.7	168.7
	增速	25.9%	4.8%	16.4%	-2.0%	0.0%
	毛利率	56.1%	48.4%	46.8%	45.7%	45.7%
贸易业务	收入	5253.1	4630.5	4722.6	4817.1	4913.4
	增速	13.8%	-11.9%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
合计	收入	9029.5	8381.5	9254.8	9453.8	9550.2
	增速	14.3%	-7.2%	10.4%	2.2%	1.0%
	毛利率	25.0%	24.8%	28.3%	28.8%	28.5%

数据来源：Wind, 西南证券

预测 2023-2025 年公司营收为 92.5 亿元/94.5 亿元/95.5 亿元，同比 +10.4%/+2.2%/+1.0%；实现归母净利润分别为 15.1 亿元/15.9 亿元/16.8 亿元，同比增长 +34.5%/+5.3%/+5.6%，三年复合增长率为 +14.4%，实现 EPS 分别为 0.54 元/0.57 元/0.61 元，对应 PE 分别为 24/23/21 倍。

相对估值

我们选取了四家黄金公司赤峰黄金、山东黄金、湖南黄金和中金黄金作为可比公司，对应 2023-2025 年一致性预期 PE 的平均值为 29/22/19X，银泰黄金矿资源禀赋优质，盈利能力稳定，2023 年估值处于相对低位，黄金上涨周期对黄金公司往往有业绩、估值拔升的双击效应，给予公司 2023 年 30 倍估值，对应目标价 16.2 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（股价取自 2023 年 7 月 17 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（X）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600988.SH	赤峰黄金	14.83	0.27	0.53	0.78	0.89	70.0	28.0	19.1	16.7
600547.SH	山东黄金	25.51	0.28	0.52	0.68	0.87	83.3	49.2	37.6	29.5
002155.SZ	湖南黄金	12.86	0.36	0.64	0.82	1.00	34.3	20.1	15.6	12.8
600489.SH	中金黄金	10.83	0.44	0.60	0.69	0.73	23.7	18.0	15.7	14.8
平均值							52.8	28.8	22.0	18.5

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	8381.54	9254.81	9453.82	9550.16	净利润	1244.25	1675.86	1764.40	1864.36
营业成本	6301.96	6635.93	6730.00	6825.96	折旧与摊销	1177.46	1327.04	1353.27	1380.41
营业税金及附加	177.94	196.25	198.27	65.90	财务费用	38.32	2.78	2.84	2.87
销售费用	3.08	5.03	5.14	5.14	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	310.82	324.57	323.83	330.12	经营营运资本变动	-812.38	269.48	113.74	-46.74
财务费用	38.32	2.78	2.84	2.87	其他	341.44	-123.70	-102.21	-101.79
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1989.08	3151.46	3132.04	3099.10
投资收益	107.66	78.65	91.54	92.19	资本支出	-2220.02	-600.00	-550.00	-500.00
公允价值变动损益	12.27	11.52	13.27	12.52	其他	859.58	90.17	104.81	104.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1360.45	-509.83	-445.19	-395.29
营业利润	1615.81	2180.43	2298.55	2424.90	短期借款	157.63	-839.66	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.70	-10.79	-15.12	-11.81	长期借款	109.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	1609.10	2169.64	2283.44	2413.08	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	364.85	493.78	519.03	548.73	支付股利	-694.18	-601.95	-820.54	-860.48
净利润	1244.25	1675.86	1764.40	1864.36	其他	-167.21	-71.48	-2.84	-2.87
少数股东损益	119.79	163.36	172.56	182.81	筹资活动现金流净额	-594.62	-1513.09	-823.38	-863.35
归属母公司股东净利润	1124.46	1512.50	1591.85	1681.55	现金流量净额	42.13	1128.54	1863.47	1840.46
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	1873.98	3002.52	4865.99	6706.45	成长能力				
应收和预付款项	124.14	129.38	131.83	132.51	销售收入增长率	-7.29%	10.42%	2.15%	1.02%
存货	1359.01	1249.36	1287.70	1326.88	营业利润增长率	-13.36%	34.94%	5.42%	5.50%
其他流动资产	2325.78	2162.22	2098.99	2110.63	净利润增长率	-12.48%	34.69%	5.28%	5.66%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.27%	23.97%	4.11%	4.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3153.64	3343.24	3456.62	3492.86	毛利率	24.81%	28.30%	28.81%	28.53%
无形资产和开发支出	7024.04	6110.05	5196.07	4282.09	三费率	4.20%	3.59%	3.51%	3.54%
其他非流动资产	306.20	303.54	300.87	298.21	净利率	14.85%	18.11%	18.66%	19.52%
资产总计	16166.80	16300.31	17338.07	18349.62	ROE	9.81%	12.20%	12.02%	11.88%
短期借款	839.66	0.00	0.00	0.00	ROA	7.70%	10.28%	10.18%	10.16%
应付和预收款项	1750.35	1790.19	1875.75	1875.94	ROIC	11.65%	15.85%	18.15%	20.97%
长期借款	109.14	109.14	109.14	109.14	EBITDA/销售收入	33.78%	37.93%	38.66%	39.88%
其他负债	788.26	659.95	668.28	675.77	营运能力				
负债合计	3487.42	2559.28	2653.17	2660.85	总资产周转率	0.52	0.57	0.56	0.54
股本	2776.72	2776.72	2776.72	2776.72	固定资产周转率	2.93	3.19	3.27	3.33
资本公积	4431.28	4431.28	4431.28	4431.28	应收账款周转率	199.59	199.43	187.64	191.46
留存收益	3692.52	4603.07	5374.37	6195.44	存货周转率	5.24	5.07	5.27	5.19
归属母公司股东权益	10912.78	11811.07	12582.38	13403.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.90%	—	—	—
少数股东权益	1766.60	1929.96	2102.52	2285.33	资本结构				
股东权益合计	12679.38	13741.03	14684.89	15688.77	资产负债率	21.57%	15.70%	15.30%	14.50%
负债和股东权益合计	16166.80	16300.31	17338.07	18349.62	带息债务/总负债	27.21%	4.26%	4.11%	4.10%
					流动比率	1.91	3.20	3.92	4.78
					速动比率	1.45	2.59	3.32	4.17
					股利支付率	61.73%	39.80%	51.55%	51.17%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.54	0.57	0.61
					每股净资产	3.93	4.25	4.53	4.83
					每股经营现金	0.72	1.13	1.13	1.12
					每股股利	0.25	0.22	0.30	0.31
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	2831.59	3510.25	3654.66	3808.17					
PE	31.95	23.76	22.57	21.37					
PB	3.29	3.04	2.86	2.68					
PS	4.29	3.88	3.80	3.76					
EV/EBITDA	11.58	8.76	7.91	7.10					
股息率	1.93%	1.68%	2.28%	2.39%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyr@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zym@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yf@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsy@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmt@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
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	yxy@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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn