

## 优质资产提升业绩，改革深化释放盈利动能

2022 年 04 月 23 日

► **公司公布 2021 年报、2022 年一季度季报**：2021 年，公司实现营收 561.02 亿元，同比增长 16.89%；归母净利润 16.98 亿元，同比增长 9.21%；扣非归母净利润 16.89 亿元，同比增长 22.44%，其中 Q4 公司实现营收 150.7 亿元，环比增长 2.39%；归母净利润 3.11 亿元，环比减少 35.87%，2022 年 Q1 公司实现营收 136.29 亿元，环比减少 9.56%；归母净利润 4.94 亿元，环比增长 58.87%；扣非归母净利润为 4.25 亿元，环比增长 82.76%。

► **坚持黄金、铜主业，多金属协调发展。从业务结构来看**，2021 年黄金营收 349.78 亿元，同比下降 7.29%，毛利占比 37.55%，毛利率 6.80%；电解铜营收 244.21 亿元，同比增长 54.60%，毛利占比 14.44%，毛利率 3.75%；矿山铜营收 35.99 亿元，同比增长 13.43%，毛利占比 31.78%，毛利率 55.95%。其中黄金、矿产铜、电解铜业务毛利率分别变动-4.43%、+10.01%、+2.26%。**价格端**：2021 年公司主营产品黄金、矿山铜和电解铜的销售单价同比分别变动-18.87%/+38.16%/+30.18%。**销量、库存端**：2021 年公司矿山金、冶炼金、矿山铜、电解铜销量分别同比-10.13%/+6.59%/-17.9%/+18.76%。

► **资产大幅增厚公司业绩，完成业绩承诺**。1) 内蒙古矿业：公司拥有内蒙古矿业 90% 股权，截至 2021 年底，内蒙古矿业拥有铜/钼资源量 201.05 万吨/48.69 万吨，处理产能 2475 万吨/年，2021 年净利润 11.70 亿元 (+63.48%)，根据权益计算占公司归母净利润 62.04% (+20.59%)，业绩实现大幅增长，大幅超过业绩承诺。2) 中原冶炼厂：公司拥有中原冶炼厂 60.98% 股权，目前年处理混合精矿 150 万吨，2021 年实现净利润 5.49 亿元 (+23.67%)，根据权益计算占公司归母净利润 19.71% (+2.31%)。

► **项目推进顺利，资源基础不断夯实**。2021 年公司探矿工作取得突破，新增金金属量 38.8 吨、铜金属量 2128 吨，截至 2021 年底，公司保有金资源量 510.5 吨，铜资源量 237 万吨，矿权面积达 639 平方公里。此外，公司四个重点项目均有进展，其中江西金山改扩建项目和辽宁新都整体搬迁改造项目已经投产，实现项目收益 0.70 亿元/0.20 亿元；安徽太平扩建项目和内蒙古矿业深部资源开采项目完工后将实现项目收益 1.80 亿元/12.88 亿元。根据中国黄金集团 2014 年的承诺，集团境内优质黄金资源将逐步注入公司，为公司可持续发展提供有力的资源保障。

► **盈利预测与投资建议**：地缘政治、通胀高企等多重因素助推金价继续上涨，我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润为 20.83/22.60/24.48 亿元，4 月 22 日收盘价对应的 PE 分别为 18X/16X/15X，维持“推荐”评级。

► **风险提示**：项目进度不及预期，金属价格下跌，资产注入不及预期等。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 56,102 | 60,868 | 63,667 | 66,562 |
| 增长率 (%)          | 16.9   | 8.5    | 4.6    | 4.5    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 1,698  | 2,083  | 2,260  | 2,448  |
| 增长率 (%)          | 9.2    | 22.7   | 8.5    | 8.3    |
| 每股收益 (元)         | 0.35   | 0.43   | 0.47   | 0.51   |
| PE               | 22     | 18     | 16     | 15     |
| PB               | 1.4    | 1.2    | 1.1    | 1.0    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格：

7.55 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张建业

执业证号：S0100120080003

邮箱：zhangjianye@mszq.com

## 相关研究

1. 黄金行业深度报告：黄金配置来了
2. 黄金行业深度报告：以史为鉴：金价上行的前瞻指标——期限利差倒挂

# 目录

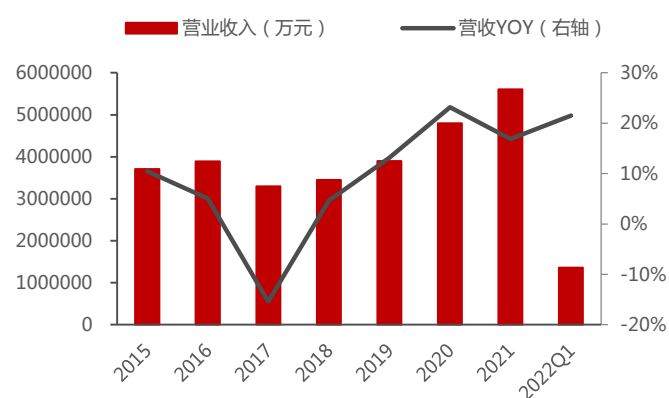
|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1.业绩稳步上升，降本增效成果明显 .....       | 3  |
| 2.黄金业务为核心，多金属协调战略驱动业绩增长 ..... | 7  |
| 3.优质资产大幅增厚公司业绩 .....          | 9  |
| 4.项目推进顺利，资源基础不断夯实 .....       | 10 |
| 5.盈利预测与投资建议 .....             | 12 |
| 5.1 估值分析 .....                | 12 |
| 5.2 投资建议 .....                | 12 |
| 6.风险提示 .....                  | 13 |
| 插图目录 .....                    | 15 |
| 表格目录 .....                    | 15 |

**公司公布 2021 年年报：**2021 年，公司实现营收 561.02 亿元，同比增长 16.89%；归母净利润 16.98 亿元，同比增长 9.21%；扣非归母净利润 16.89 亿元，同比增长 22.44%。

分季度来看，2021Q4，公司实现营收 150.7 亿元，同比减少 3.69%，环比增长 2.39%；归母净利润 3.11 亿元，同比减少 39.93%，环比减少 35.87%；扣非归母净利润 2.32 亿元，同比减少 37.46%，环比减少 55.15%。

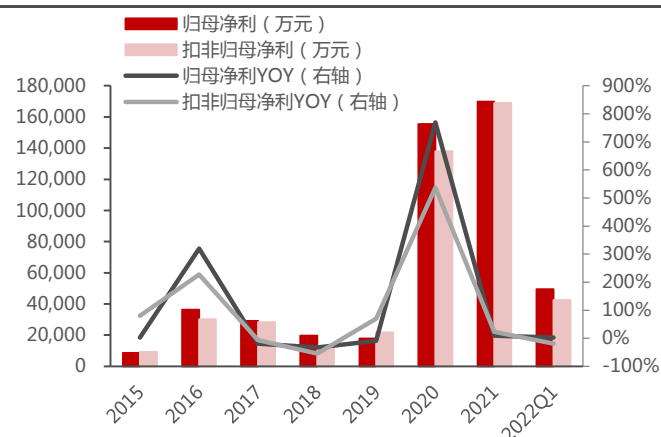
**公司公布 2022 年一季报：**2022Q1，公司实现营收 136.29 亿元，同比增长 21.51%，环比减少 9.56%；归母净利润 4.94 亿元，同比增长 2.48%，环比增长 58.87%；扣非归母净利润为 4.25 亿元，同比减少 19.38%，环比增长 82.76%。

图 1：2021 年，公司实现营收 561.02 亿元



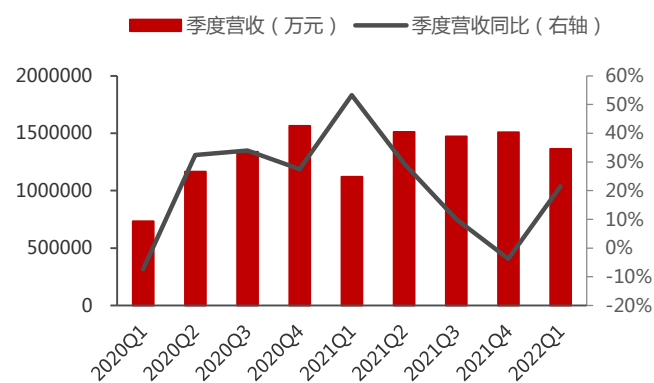
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现扣非归母净利润 16.89 亿元



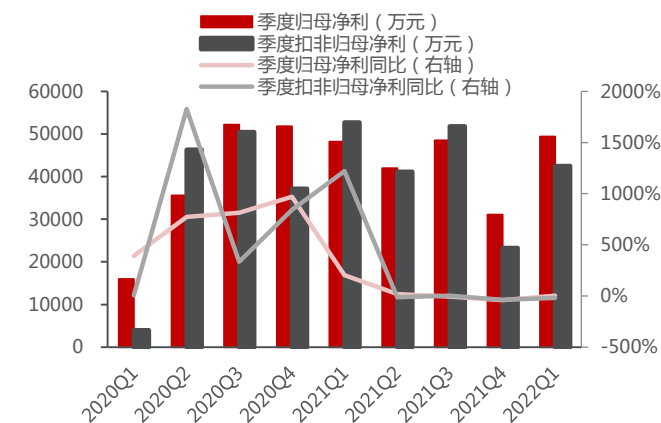
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司实现营收 150.70 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司实现扣非归母净利润 2.32 亿元



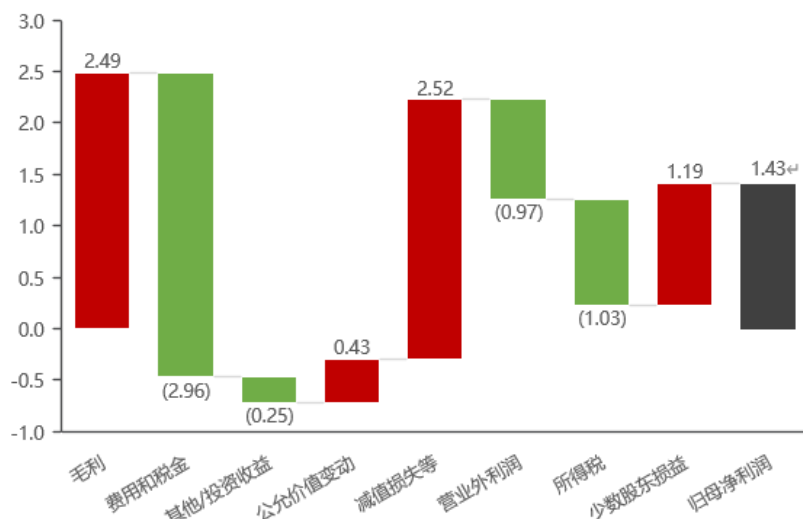
资料来源：wind，民生证券研究院

## 1. 业绩稳步上升，降本增效成果明显

**2021 年公司实现归母净利润 16.98 亿元，同比增加 1.43 亿元，核心在于毛利增厚明显，同比增加 2.49 亿元。**其他增利点还来自于公允价值变动（+0.42 亿元），减值损失（+2.52 亿元）和少数股东损益（+1.19 亿元）；同比减利点主要在于费用和税金（-2.96 亿元），营业外利润（-0.97 亿元），所得税（-0.76 亿元）和其他/投资收益（-0.25 亿元）。其中减值损失 2021 年度大幅降低主要源于坏账计提的收回和商誉减值的减少，费用大幅增加主要由于职工薪酬增加带来管理费用

增加。

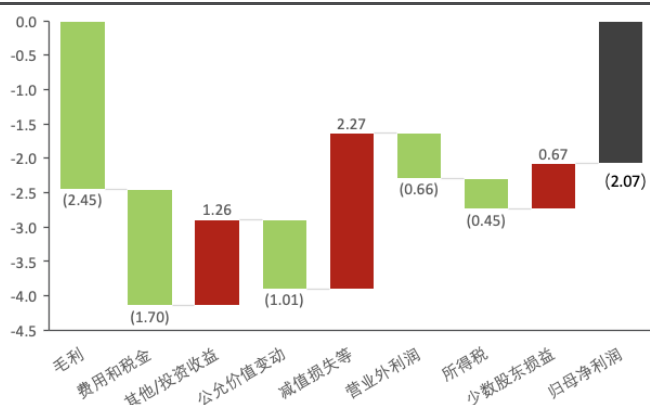
图 3：2021 年公司业绩同比变化拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

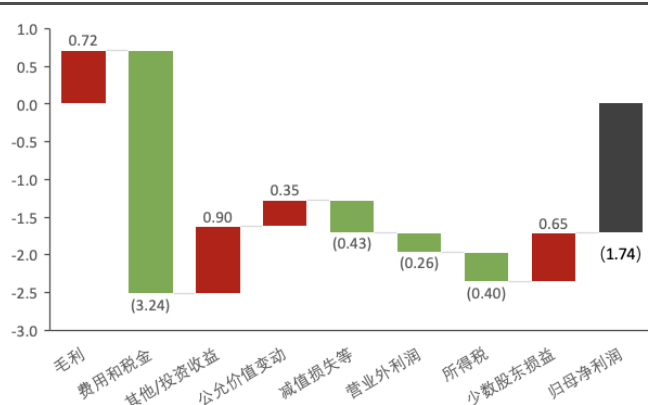
分季度同比来看，2021Q4 归母净利润 3.11 亿元，同比减少 2.07 亿元，主要是毛利同比减少 2.45 亿元。其他减利点在于费用和税金（-1.70 亿元），公允价值变动（-1.01 亿元），营业外利润（-0.67 亿元）和所得税（-0.18 亿元）。增利点来自于其他/投资收益（+1.25 亿元），减值损失（+2.28 亿元）少数股东损益（+0.67 亿元）。分季度环比来看，2021Q4 归母净利润环比降 1.74 亿元。主要的减利点在于费用和税金（-3.23 亿元），减值损失（-0.42 亿元），营业外利润（-0.27 亿元）和所得税（-0.14 亿元）。增利点来自于毛利（+0.71 亿元），其他/投资收益（+0.88 亿元），公允价值变动（+0.35 亿元），少数股东损益（+0.65 亿元）。

图 4：2021Q4 业绩同比变化拆分（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：2021Q4 业绩环比变化拆分（单位：亿元）

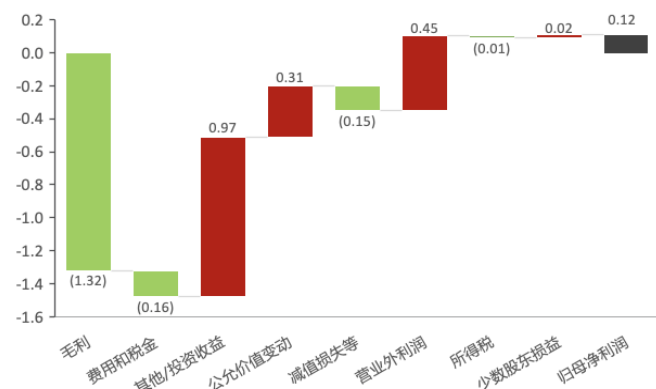


资料来源：wind，民生证券研究院

2022Q1 公司实现归母净利润 4.94 亿元。1) 同比来看：归母净利润同比增加 0.12 亿元。主要的增利点在于其他/投资收益（+0.91 亿元），公允价值变动（+0.31 亿元），营业外利润（+0.45 亿元）。主要减利点来自于毛利（-1.32 亿元），费用和税金（-0.16 亿元）和减值损失（-0.15 亿元）。2) 环比来看：归母净利润环比上升 1.83 亿元，核心在于费用和税金环比增利 4.73 亿元。其他增利点还在于减值损失（+0.95 亿元），营业外利润（+0.69 亿元）和所得税（+0.20 亿元）；主要减利点来自于毛利（-3.10 亿元），公允价值变动（-0.32 亿元）和少数股东损

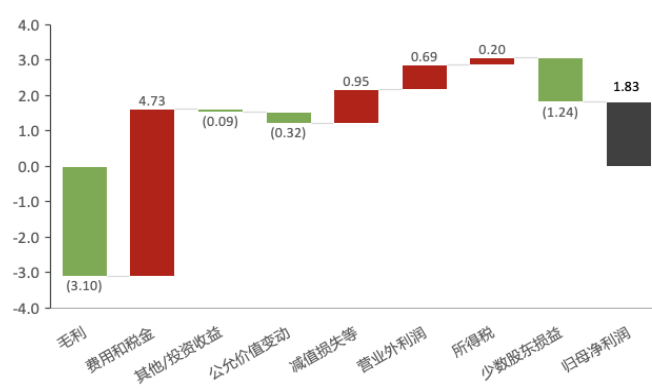
益 (-1.24 亿元)

图 8：2022Q1 业绩同比变化拆分 (单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

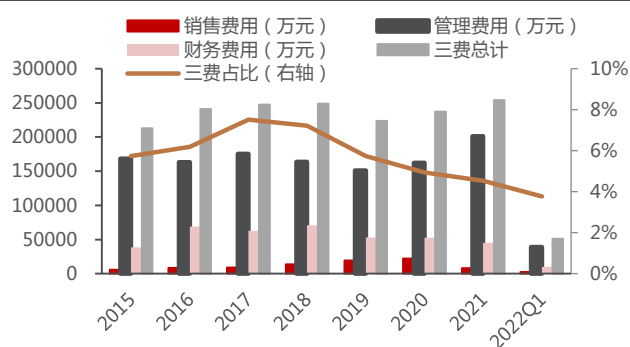
图 9：2022Q1 业绩环比变化拆分 (单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

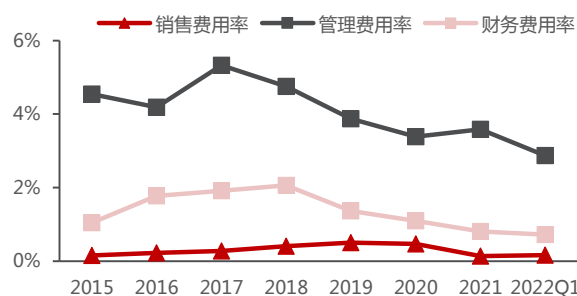
从期间费用的变化来看，2021Q4 环比小幅上升。近年来公司聚焦“两利四率”业绩导向，持续推进提质增效，期间费用率逐步降低，由 2017 年的 7.5% 降低至 2021 年的 4.5% 较低水平。**年度同比来看**：2021 年销售费用减少 1.44 亿元，同比下降 64.53%，主要是 2021 年根据新准则规定将运输费用调整至营业成本；管理费用同比增加 23.83%，主要是部分企业职工薪酬及环保治理费用增加；由于部分企业加大研发力度，2021 年公司研发费用同比增加 6.66%；由于平均融资成本下降，2021 年财务费用同比减少 13.76%。**季度变化来看**：2021Q4，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 0.24/3.92/2.88/1.5 亿元，同比变化-57.17%/+42.99%/-1.43%/+38.53% 环比增加 4.03%/47.40%/60.65%/18.44%。

图 10：期间费用以管理费用为主，营收占比持续下降



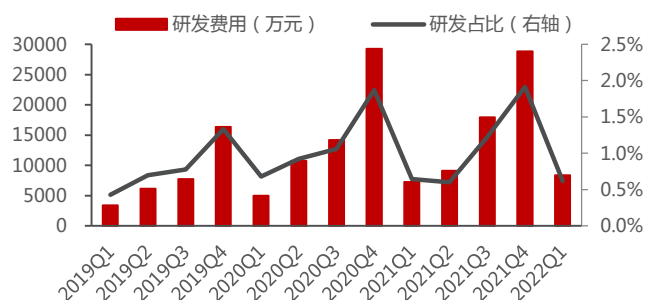
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：公司降本成效显著，管理费用率大幅降低



资料来源：wind，民生证券研究院

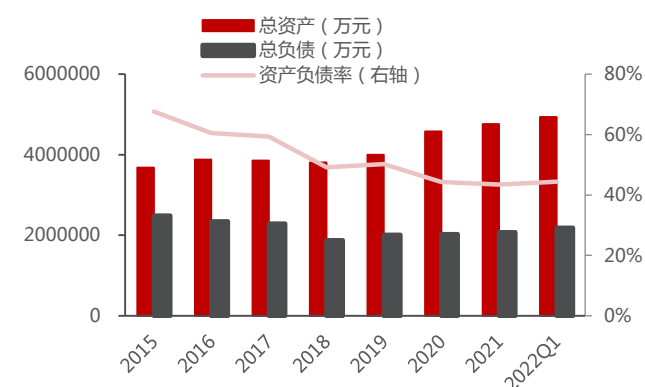
图 12：公司研发费用情况



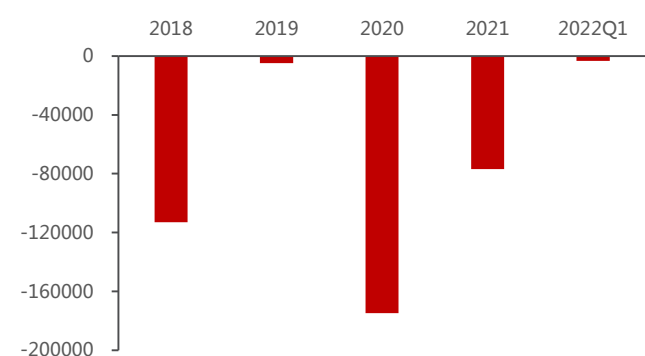
资料来源：wind，民生证券研究院

从资金能力的角度来看，2021 年公司实现经营活动现金净流入 43.89 亿元，同比减少 1.74 亿元，主要原因为子公司支付给职工的现金和各项税费增加。公司经营性现金流量净额高于净利润，部分原因是前期无形资产的摊销。2021 年筹资活动现金流量净额增加主要为本期取得 18.89 亿元借款所致；投资活动现金流量净额减少主要是因为部分子公司套期保值投资收益减少。截至 2021 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 43.48%，近年来持续降低。

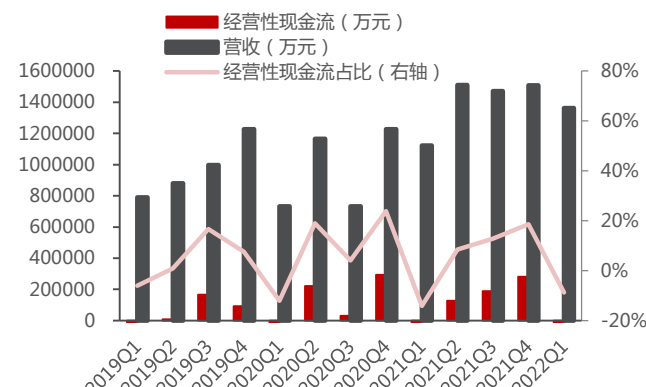
2022Q1 公司账面现金 230.36 亿元，经营活动，筹资活动和投资活动现金净流量分别为 -11.96/-4.66/-0.32 亿元，资产负债率为 44.37%，维持平稳。公司具有较强的资金实力，可以为并购优质资源提供资金支持。

**图 13：2022 年 Q1 公司资产负债率为 44.37%**


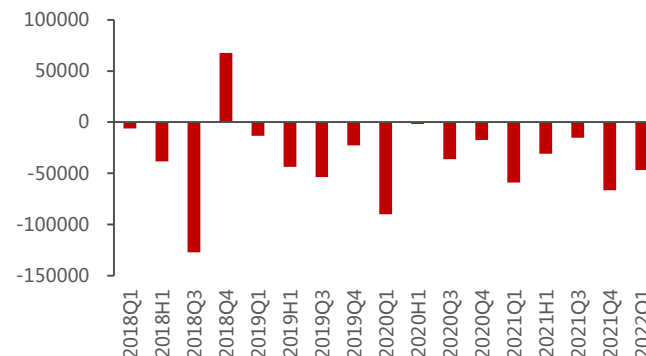
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 15：筹资活动产生的现金流净额（万元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

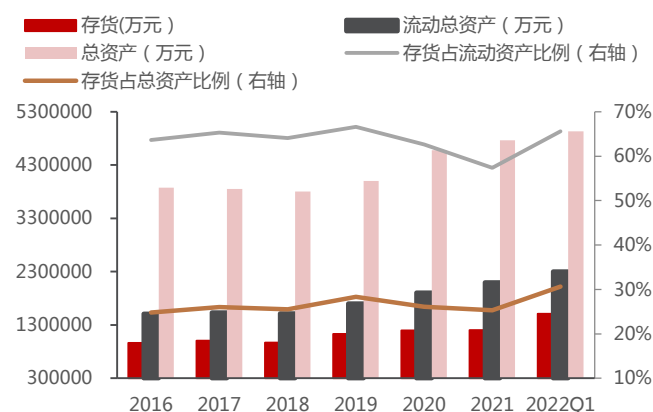
**图 14：公司单季度经营活动净现金流**


资料来源：wind，民生证券研究院

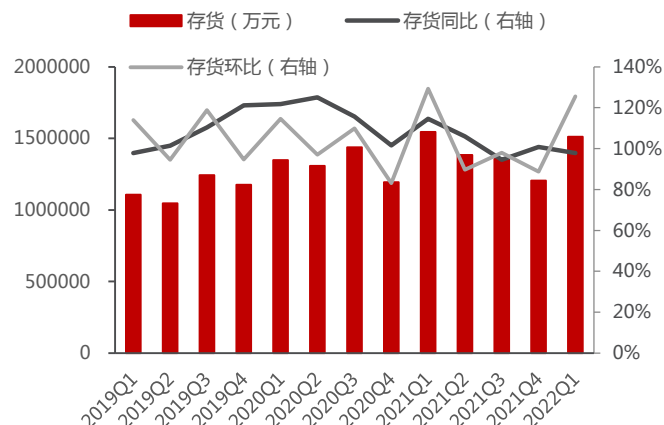
**图 16：投资活动产生的现金流净额（万元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

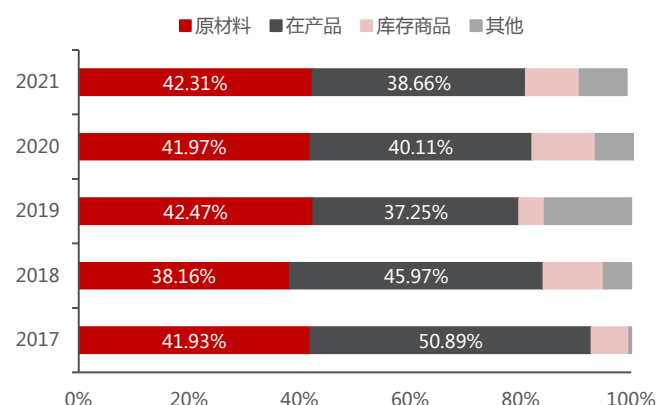
从存货角度来看，公司存货价值量同比保持稳定，存货以原材料和在产品为主，2021 年末原材料和在产品占比分别为 42.31% 和 38.66%。由于冶炼业务有一定生产周期，需储备生产所需原材料，公司存货主要为冶炼企业的存货。冶炼业务的主要盈利模式为收取加工费，因此存货价值变化对冶炼企业盈利影响较小。

**图 17：公司存货持续上升**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 18：公司存货单季情况**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 19：公司存货占比情况**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2. 黄金、铜业务为核心，驱动业绩增长

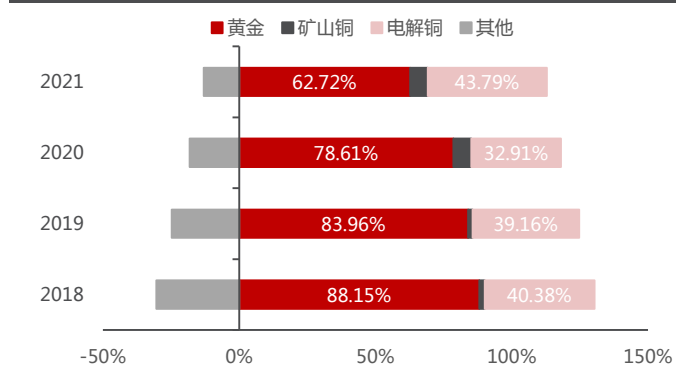
2021 年公司实现营收 561.02 亿元，同比增长 16.89%。其中，矿山业务营收 123.09 亿元，同比增长 1.4%，毛利率为 39.66%，毛利占比达 76.70%；冶炼业务营收 505.57 亿元，同比增长 25.34%，毛利率为 2.86%，毛利占比 22.69%。

**黄金仍为主业，铜营收同比大幅增长。**1) 黄金：2021 年实现营收 349.78 亿元，同比减少 7.29%，营收占比 62.72%；2) 电解铜：2021 年实现营收 244.21 亿元，同比增长 54.60%，营收占比为 43.79%；3) 矿山铜：2021 年实现营收 35.99 亿元，同比增长 13.42%，营收占比为 6.45%。（不考虑内部抵消）

**2021 年金属需求旺盛、铜价走高，公司产品销价同比上涨。**黄金方面，疫情的普遍存在和美元信用体系动摇进一步提振黄金避险需求，全球央行黄金储备总量维持净买入；铜方面，受宏观经济预期和供需关系影响，2021 年铜价从 7918.5 美元/吨涨至 9692 美元/吨，全年涨幅 22.4%。

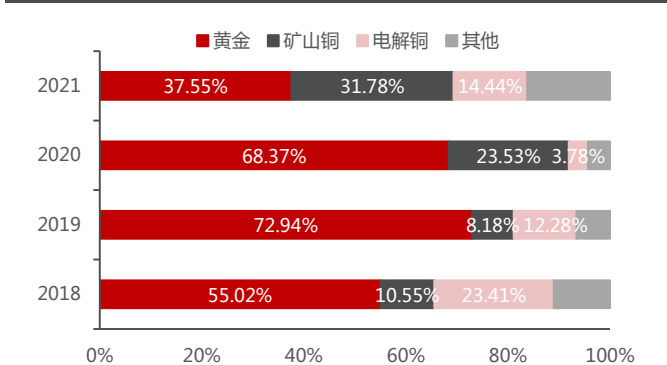
**从盈利能力的角度来看，**2021 年公司的黄金、矿山铜和电解铜销售单价达到 335.88 元/克，5.15 万元/吨，6.10 万元/吨，同比分别 -18.87%/+38.16%/+30.18%，单位成本同比分别 -14.82%/+12.59%/+43.03%。黄金营业成本下降，主要是因为外购矿量减少，电解铜营业成本同比增加，主要是

因为原料价格上涨。1) 黄金：2021 年毛利率 6.80%，同比下降 4.43%，毛利占比 37.55%，黄金业务毛利率下降主要与 2021 年金价下行和矿山金产量占比下降有关。2) 铜：受铜价上升带动，2021 年公司矿山铜毛利率 55.95%，同比上升 10.01%，毛利占比 31.78%，电解铜毛利率 3.75%，同比上升 2.26%，毛利占比为 14.44%。

**图 20：公司主营产品营收占比**


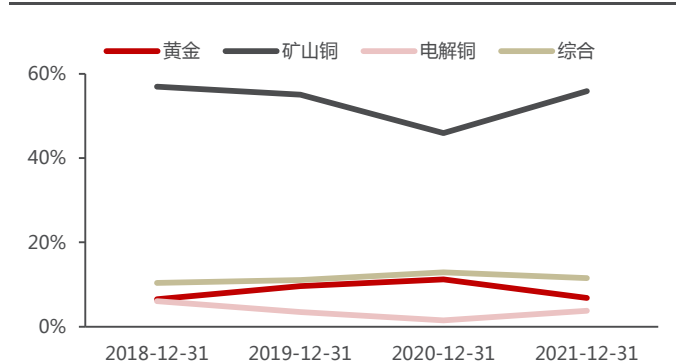
资料来源：wind，民生证券研究院

注：“其他”包含内部抵消

**图 21：公司主营产品毛利占比**


资料来源：wind，民生证券研究院

注：“其他”包含内部抵消

**图 22：公司主营产品毛利率**


资料来源：wind，民生证券研究院

**铜、冶炼金产量有所提升，矿山金产量同比下降。**1) 矿山金，2021 年产量为 20 吨，同比减少 8%，占黄金总产量比例为 19.05%，同比下降 4.54%。主要是由于部分矿山受环保督查、自然灾害等影响而减产。其中，烟台鑫泰由于山东地区矿山整顿而减产 0.45 吨，同比减少 58.46%；由于辽宁排山楼矿区与生态保护区有重叠，因进行生态修复工作减产 0.63 吨，同比减少 26.95%；嵩县前河因汛期自然灾害等原因减产 0.12 吨，同比减少 25.02%；河北金厂峪因环保督查整改减产 0.18 吨，同比下降 15.91%。环保督查和自然灾害非持续性因素，经整改后矿山金产量预计将提升；2) 矿山铜：2021 年产量为 8.13 万吨，同比增长 0.09%，销量为 6.98 万吨，同比下降 17.9%。矿山铜产量小幅增长主要是湖北三鑫金铜矿带来的，2021 年湖北三鑫铜产量为 1.35 万吨，同比增加 0.02 万吨。3) 冶炼金，2021 年产量为 42.25 吨，同比增长 4.86%，销量为 41.89 吨，同比增长 6.59%；4) 电解铜，2021 年产量为 40.17 吨，同比增长 19.23%，销量为 40.03 吨，同比增长 18.76%。冶炼金和电解铜产量增加是因为 2021 年公司旗下冶炼企业的处理量同比大幅提升。

由于销售受到疫情影响，公司主营产品库存均有所增加。矿山金、冶炼金、矿山铜和冶炼铜库存分别同比增长 42.86%、23.84%、248.18%和 99.14%。2021

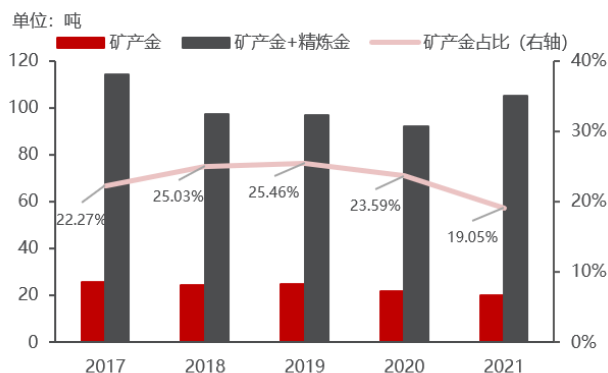
年底，矿山金、冶炼金、矿山铜和电解铜的库存量分别为 1.60 吨、1.87 吨、1.61 万吨和 0.26 万吨。

**表 1：公司分产品产销和库存情况**

| 行业分类 | 项目  | 单位 | 2021  | 2020  | 同比      |
|------|-----|----|-------|-------|---------|
| 矿山金  | 销售量 | 吨  | 19.52 | 21.72 | -10.13% |
|      | 生产量 | 吨  | 20.00 | 21.74 | -8%     |
|      | 库存量 | 吨  | 1.60  | 1.12  | 42.86%  |
| 冶炼金  | 销售量 | 吨  | 41.89 | 39.30 | 6.59%   |
|      | 生产量 | 吨  | 42.25 | 40.29 | 4.86%   |
|      | 库存量 | 吨  | 1.87  | 1.51  | 23.84%  |
| 矿山铜  | 销售量 | 万吨 | 6.98  | 8.51  | -17.9%  |
|      | 生产量 | 万吨 | 8.13  | 8.13  | 0.09%   |
|      | 库存量 | 万吨 | 1.61  | 0.46  | 248.18% |
| 电解铜  | 销售量 | 万吨 | 40.03 | 33.71 | 18.76%  |
|      | 生产量 | 万吨 | 40.17 | 33.69 | 19.23%  |
|      | 库存量 | 万吨 | 0.26  | 0.13  | 99.14%  |

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

**图 23：公司 2021 年矿产金产量占比下降**



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3. 优质资产大幅增厚公司业绩

**内蒙古矿业，铜钼资源提升公司盈利能力。**公司 2020 年 3 月 30 日完成内蒙古矿业 90% 股权的收购，其核心资产为新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿采矿权，主营产品包括铜精粉、钼精粉。截至 2021 年底，内蒙古矿业拥有铜资源量 201.05 万吨，储量 43.94 万吨，平均品位 0.26%；钼资源量 48.69 万吨，储量 6.64 万吨，平均品位 0.04%。

内蒙古矿业铜钼矿采矿权的设计原矿处理产能为 2475 万吨/年，开采方式为露天开采。2021 年铜产量 6.50 万吨，与去年基本持平，钼产量 0.59 万吨，同比减少 16.02%，实现公司口径净利润 11.70 亿元，同比增长 63.48%，利润增长主要受益于矿山铜价格上涨。根据权益占比计算，内蒙古矿业贡献公司归母净利润的 62.04%（同比增加 20.59%），显著增厚公司业绩。

中国黄金集团作为重组补偿义务人，承诺内蒙古矿业于 2019、2020 和 2021 年度经审计的矿业权口径净利润合计数分别不低于人民币 74646.96 万元、

73417.71 万元和 69102.99 万元。2021 年，内蒙古矿业实现矿业权口径净利润 11.65 亿元，顺利完成业绩承诺。

**表 2：内蒙古矿业矿产资源基本情况**

| 产品 | 项目       | 2021   | 2020   | 同比变化    |
|----|----------|--------|--------|---------|
| 铜  | 资源量 (万吨) | 201.05 | 209.02 | -3.81%  |
|    | 储量 (万吨)  | 43.94  | 116.91 | /       |
|    | 品位       | 0.26%  | 0.24%  | 0.02%   |
|    | 年产量 (万吨) | 6.50   | 6.50   | 0.00%   |
| 钼  | 资源量 (万吨) | 48.69  | 50.21  | -3.03%  |
|    | 储量 (万吨)  | 6.64   | 49.41  | /       |
|    | 品位       | 0.04%  | 0.04%  | 0.00%   |
|    | 年产量 (万吨) | 0.59   | 0.70   | -16.02% |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

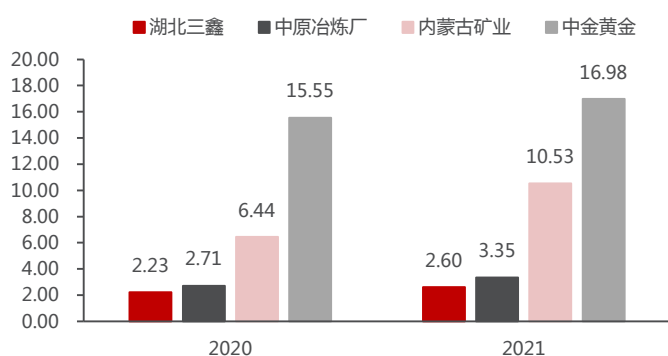
注：2021 年储量披露口径有变化。

**中原冶炼厂，冶炼工艺领先，助力降本增效。**公司持有中原冶炼厂 60.98% 股权，其主营业务为黄金、铜、白银等有色金属的冶炼和销售，通过采用自主研发的“富氧底吹造钼捕金”先进技术，能够实现高效、节能、环保冶金，有助于公司降本增效、实现高质量发展。

中原冶炼厂的设计规模为年处理混合精矿 150 万吨，目前基本处于满负荷生产状态。二期工程投达产后，矿石处理能力将进一步提升，预计年产金 33.82 吨、银 360 吨、高纯阴极铜 34.93 万吨，其他金属和冶炼副产品的产量也将有所提升。规模效益的发挥可以带动公司业绩持续向好。

在技术优势和规模效应的助推之下，重组完成后中原冶炼厂的盈利稳步向上。2021 年净利润 5.49 亿元，同比增长 23.67%，根据权益占比计算，中原冶炼厂贡献了公司归母净利润的 19.71%，同比增加 2.31%。

**图 24：2021 年重要子公司权益净利润（单位：亿元）**



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4. 项目推进顺利，资源基础不断夯实

**矿山资源丰富，探矿增储不断突破。**公司坚持“资源生命线”战略，持续实施探矿增储工作。1) 2021 年，公司累计投入地质探矿资金 2.5 亿元，完成坑探工程 8.3 万米、钻探工程 24.2 万米，新增金金属量 38.8 吨、铜金属量 2128 吨。2)

3 家子公司嵩县金牛、河南金源、嵩县前河共新增 5 宗探矿权,新增矿权面积 25.9 平方公里;3) 苏尼特金矿紧抓地质科研,新增金金属量 10.3 吨。截至 2021 年底,公司保有资源储量为金金属量 510.5 吨,铜金属量 237 万吨,矿权面积达到 639 平方公里。2017-2021 年黄金增储量均超过 20 吨,可保证消耗生产和增储的平衡。公司将采取外围矿权并购与现有重点区域深挖相结合的方式继续深耕资源开发,2022 年计划新增金金属储量 27 吨,铜金属储量 2420 吨。

**聚焦重点项目,产能提升稳步推进。**2021 年,公司在建项目累计完成投资 2.43 亿元,四个重点项目均有进展。1) 江西金山改扩建项目已投产达产并通过竣工验收,项目收益达 0.70 亿元;2) 辽宁新都整体搬迁改造项目已于 2021 年 9 月份实现达产达标,贡献冶炼金产量 3.44 吨,项目收益为 0.20 亿元;3) 安徽太平前常铁矿改扩建项目的继续推进,预计收益将达 1.80 亿元;4) 内蒙古矿业深部资源开采项目的部分工程已投入生产使用,项目完工后预计收益将达 12.88 亿元。在建项目的顺利推进将为公司产量目标的实现和提质增效、高质量发展提供保障。

根据公司生产规划,2022 年公司计划生产精炼金 58.61 吨,矿产金 19.51 吨,冶炼金 33.63 吨,生产电解铜 37.28 万吨,矿山铜 7.80 万吨。

**内部资源保障降本,改革深化助力增效。**依托中国黄金集团内部资源整合,公司可以继续在建项目、产业链延伸、集约采购、降低成本等方面凸显优势。此外,2022 年为国企改革三年行动的收官之年,公司聚焦“两利四率”,进行全成本管控和精细化管理将继续实现提质增效;科技攻关突破和数字化矿山建设将筑牢高质量发展基础;深化亏损治理,大力扭转亏空,促使公司盈利能力进一步增长。

**集团优质资源支撑,盈利能力有望提升。**公司为中国黄金集团境内资产整合平台,根据集团承诺,境内黄金资源将逐步注入公司。截至目前,黄金集团已经按计划分期分批通过各种形式向公司注入 27 家企业,承诺注入的 6 家公司中还有 5 家公司尚未完成注入。随着集团的持续孵化培育和证照办理手续的推进,内蒙古金陶股份有限公司、贵州锦丰矿业有限公司、河北大白阳金矿有限公司、莱州汇金矿业投资有限公司预期将注入公司。其中莱州汇金矿业的纱岭金矿资源量超 300 吨,目前处于探矿建设阶段;内蒙古金陶、贵州锦丰和河北大白阳已处于生产状态,注入后将为公司带来 5 吨的产量增加。随着优质资源的持续注入,公司的资源储量、经营业绩和盈利能力都将有巨大的成长空间。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 估值分析

目前公司核心产品为黄金，我们选择主营黄金矿勘探与开采的上市公司赤峰黄金、招金矿业、山东黄金、银泰黄金、紫金矿业、湖南黄金、恒邦股份、盛达资源和中国黄金国际作为可比公司。根据 4 月 22 日收盘价，公司 2022 年 PE 为 18 倍。公司改革增效成果显著，业绩增长前景较为明朗，我们认为公司估值水平具备较大提升空间。

表 3：可比公司估值预测

| 代码               | 简称          | 股价 (元)      | EPS (元)     |             |             | PE (倍)    |           |           |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
|                  |             |             | 21A         | 22E         | 23E         | 21A       | 22E       | 23E       |
| 600988.SH        | 赤峰黄金        | 19.60       | 0.50        | 1.19        | 1.67        | 39        | 16        | 12        |
| 1818.HK          | 招金矿业        | 6.76        | 0.01        | 0.33        | 0.5         | 676       | 20        | 14        |
| 600547.SH        | 山东黄金        | 20.21       | -0.09       | 0.52        | 0.73        | /         | 39        | 28        |
| 000975.SZ        | 银泰黄金        | 9.80        | 0.46        | 0.71        | 0.93        | 21        | 14        | 11        |
| 601899.SH        | 紫金矿业        | 11.33       | 0.6         | 1.05        | 1.2         | 19        | 11        | 9         |
| 002155.SZ        | 湖南黄金        | 10.07       | 0.3         | 0.56        | 0.64        | 34        | 18        | 16        |
| 002237.SZ        | 恒邦股份        | 10.00       | 0.4         | 0.56        | 0.61        | 25        | 18        | 16        |
| 000603.SZ        | 盛达资源        | 12.36       | 0.64        | 0.8         | 0.91        | 19        | 15        | 14        |
| 2099.HK          | 中国黄金国际      | 25.57       | 4.33        | 8.47        | 8.85        | 6         | 3         | 3         |
| 均值               |             |             |             |             |             | 105       | 17        | 14        |
| <b>600489.SH</b> | <b>中金黄金</b> | <b>7.55</b> | <b>0.35</b> | <b>0.43</b> | <b>0.47</b> | <b>22</b> | <b>18</b> | <b>16</b> |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，汇率取 0.1571 美元/人民币，1.2145 港币/人民币，股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价

注：赤峰黄金、盛达资源 2021 年 EPS 为预测值

### 5.2 投资建议

俄乌冲突尚未结束、新冠疫情持续存在导致全球避险情绪升温，黄金需求持续上升。美联储公布的 3 月会议纪要中态度更加鹰派，但我们认为加息已被市场预期，名义利率难以跑赢通胀，实际利率大概率继续下行，推动金价持续上涨。因此我们假设 2022/2023/2024 年的金价为 400/410/420 元/克，预计 2022/2023/2024 年公司将实现归母净利润 20.83/22.60/24.48 亿元，对应 4 月 22 日收盘价的 PE 为 18X/16X/15X，维持“推荐”评级。

## 6.风险提示

**1) 项目进展不及预期。**公司仍有较多项目在推进中，包括安徽太平铁铜矿扩产、内蒙古矿业深部资源开采项目等，这些项目的推进仍需投入大量人力物力，可能会受环保督查、疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

**2) 金属价格下跌。**公司生产的产品价格透明，铜、金等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

**3) 资源注入不及预期。**确定由集团注入公司的企业中仍有 5 家尚有遗留问题待解决定性。此外根据黄金集团的注入计划，部分企业先委托给集团孵化，等待条件成熟后再注入，孵化企业成长存在不确定性。若集团境内资源未能成功注入，会对公司资源布局产生一定影响。

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 ( 百万元 ) | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入       | 56,102 | 60,868 | 63,667 | 66,562 |
| 营业成本        | 49,657 | 53,888 | 56,299 | 58,792 |
| 营业税金及附加     | 620    | 730    | 764    | 799    |
| 销售费用        | 79     | 91     | 96     | 100    |
| 管理费用        | 2,010  | 1,704  | 1,783  | 1,864  |
| 研发费用        | 631    | 700    | 745    | 764    |
| EBIT        | 3,105  | 3,754  | 3,981  | 4,243  |
| 财务费用        | 452    | 349    | 348    | 304    |
| 资产减值损失      | -111   | -245   | -247   | -255   |
| 投资收益        | 72     | 122    | 127    | 117    |
| 营业利润        | 2,724  | 3,345  | 3,595  | 3,882  |
| 营业外收支       | -191   | -170   | -150   | -150   |
| 利润总额        | 2,533  | 3,175  | 3,445  | 3,732  |
| 所得税         | 574    | 635    | 689    | 746    |
| 净利润         | 1,959  | 2,540  | 2,756  | 2,986  |
| 归属于母公司净利润   | 1,698  | 2,083  | 2,260  | 2,448  |
| EBITDA      | 5,426  | 6,907  | 7,803  | 7,564  |

| 资产负债表 ( 百万元 ) | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 7,528  | 8,569  | 11,502 | 14,774 |
| 应收账款及票据       | 109    | 359    | 358    | 299    |
| 预付款项          | 630    | 709    | 738    | 764    |
| 存货            | 12,046 | 15,024 | 15,019 | 15,388 |
| 其他流动资产        | 684    | 738    | 697    | 775    |
| 流动资产合计        | 20,997 | 25,399 | 28,315 | 31,999 |
| 长期股权投资        | 872    | 894    | 920    | 954    |
| 固定资产          | 15,465 | 15,496 | 15,493 | 14,957 |
| 无形资产          | 4,705  | 4,995  | 5,309  | 5,508  |
| 非流动资产合计       | 26,634 | 27,159 | 27,101 | 26,419 |
| 资产合计          | 47,631 | 52,558 | 55,415 | 58,418 |
| 短期借款          | 9,568  | 9,568  | 9,568  | 9,568  |
| 应付账款及票据       | 2,917  | 3,921  | 3,974  | 3,961  |
| 其他流动负债        | 2,899  | 3,532  | 3,580  | 3,610  |
| 流动负债合计        | 15,384 | 17,021 | 17,122 | 17,139 |
| 长期借款          | 3,994  | 4,744  | 4,744  | 4,744  |
| 其他长期负债        | 1,331  | 1,331  | 1,331  | 1,331  |
| 非流动负债合计       | 5,325  | 6,075  | 6,075  | 6,075  |
| 负债合计          | 20,709 | 23,096 | 23,198 | 23,214 |
| 股本            | 4,847  | 4,847  | 4,847  | 4,847  |
| 少数股东权益        | 2,078  | 2,535  | 3,031  | 3,569  |
| 股东权益合计        | 26,922 | 29,462 | 32,218 | 35,203 |
| 负债和股东权益合计     | 47,631 | 52,558 | 55,415 | 58,418 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标            | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力 ( % )</b> |       |        |       |       |
| 营业收入增长率           | 16.89 | 8.49   | 4.60  | 4.55  |
| EBIT 增长率          | -3.68 | 20.91  | 6.06  | 6.58  |
| 净利润增长率            | 9.21  | 22.67  | 8.51  | 8.33  |
| <b>盈利能力 ( % )</b> |       |        |       |       |
| 毛利率               | 11.49 | 11.47  | 11.57 | 11.67 |
| 净利润率              | 3.49  | 4.17   | 4.33  | 4.49  |
| 总资产收益率 ROA        | 3.56  | 3.96   | 4.08  | 4.19  |
| 净资产收益率 ROE        | 6.83  | 7.73   | 7.74  | 7.74  |
| <b>偿债能力</b>       |       |        |       |       |
| 流动比率              | 1.36  | 1.49   | 1.65  | 1.87  |
| 速动比率              | 0.54  | 0.57   | 0.73  | 0.92  |
| 现金比率              | 0.49  | 0.50   | 0.67  | 0.86  |
| 资产负债率 ( % )       | 43.48 | 43.94  | 41.86 | 39.74 |
| <b>经营效率</b>       |       |        |       |       |
| 应收账款周转天数          | 0.68  | 2.08   | 2.01  | 1.59  |
| 存货周转天数            | 88.54 | 103.12 | 98.67 | 96.78 |
| 总资产周转率            | 1.18  | 1.16   | 1.15  | 1.14  |
| <b>每股指标 ( 元 )</b> |       |        |       |       |
| 每股收益              | 0.35  | 0.43   | 0.47  | 0.51  |
| 每股净资产             | 5.55  | 6.08   | 6.65  | 7.26  |
| 每股经营现金流           | 0.91  | 0.93   | 1.49  | 1.33  |
| 每股股利              | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| <b>估值分析</b>       |       |        |       |       |
| PE                | 22    | 18     | 16    | 15    |
| PB                | 1.4   | 1.2    | 1.1   | 1.0   |
| EV/EBITDA         | 8.01  | 6.25   | 5.15  | 4.88  |
| 股息收益率 ( % )       | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00  |

| 现金流量表 ( 百万元 ) | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润           | 1,959  | 2,540  | 2,756  | 2,986  |
| 折旧和摊销         | 2,321  | 3,153  | 3,822  | 3,321  |
| 营运资金变动        | -548   | -1,925 | -80    | -596   |
| 经营活动现金流       | 4,389  | 4,521  | 7,230  | 6,469  |
| 资本开支          | -1,274 | -3,420 | -3,922 | -2,805 |
| 投资            | -464   | -619   | -24    | -33    |
| 投资活动现金流       | -1,715 | -3,768 | -3,819 | -2,721 |
| 股权募资          | 4      | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资          | 817    | 750    | 0      | 0      |
| 筹资活动现金流       | -769   | 288    | -477   | -477   |
| 现金净流量         | 1,860  | 1,041  | 2,933  | 3,271  |

## 插图目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1 : 2021 年, 公司实现营收 561.02 亿元 .....      | 3  |
| 图 2 : 2021 年, 公司实现扣非归母净利润 16.89 亿元 .....  | 3  |
| 图 3 : 2021Q4, 公司实现营收 150.70 亿元 .....      | 3  |
| 图 4 : 2021Q4, 公司实现扣非归母净利润 2.32 亿元 .....   | 3  |
| 图 5 : 2021 年公司业绩同比变化拆分 ( 单位 : 亿元 ) .....  | 4  |
| 图 6 : 2021Q4 业绩同比变化拆分 ( 单位 : 亿元 ) .....   | 4  |
| 图 7 : 2021Q4 业绩环比变化拆分 ( 单位 : 亿元 ) .....   | 4  |
| 图 8 : 2022Q1 业绩同比变化拆分 ( 单位 : 亿元 ) .....   | 5  |
| 图 9 : 2022Q1 业绩环比变化拆分 ( 单位 : 亿元 ) .....   | 5  |
| 图 10 : 期间费用以管理费用为主, 营收占比持续下降 .....        | 5  |
| 图 11 : 公司降本成效显著, 管理费用率大幅降低 .....          | 5  |
| 图 12 : 公司研发费用情况 .....                     | 5  |
| 图 13 : 2022 年 Q1 公司资产负债率为 44.37% .....    | 6  |
| 图 14 : 公司单季度经营活动净现金流 .....                | 6  |
| 图 15 : 筹资活动产生的现金流净额 ( 万元 ) .....          | 6  |
| 图 16 : 投资活动产生的现金流净额 ( 万元 ) .....          | 6  |
| 图 17 : 公司存货持续上升 .....                     | 7  |
| 图 18 : 公司存货单季情况 .....                     | 7  |
| 图 19 : 公司存货占比情况 .....                     | 7  |
| 图 20 : 公司主营产品营收占比 .....                   | 8  |
| 图 21 : 公司主营产品毛利占比 .....                   | 8  |
| 图 22 : 公司主营产品毛利率 .....                    | 8  |
| 图 21 : 公司 2021 年矿产金产量占比下降 .....           | 9  |
| 图 24 : 2021 年重要子公司权益净利润 ( 单位 : 亿元 ) ..... | 10 |

## 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 .....  | 9  |
| 表 2 : 内蒙古矿业矿产资源基本情况 ..... | 10 |
| 表 3 : 可比公司估值预测 .....      | 12 |

## 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       |
|                                                                                                                       | 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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001