



有色金属 贵金属

聚焦黄金，业内新贵势不可挡

2022-05-09

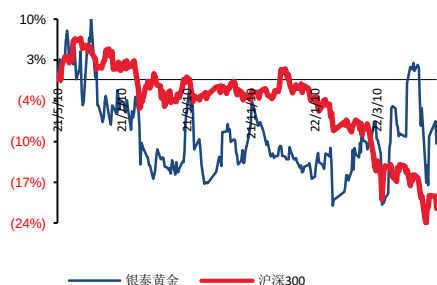
公司深度报告

买入/维持

银泰黄金(000975)

昨收盘: 9.18

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,777/2,448
总市值/流通(百万元)	25,490/22,477
12个月最高/最低(元)	11.34/8.10

相关研究报告:

证券分析师: 李帅华

电话: 010-88695231

E-MAIL: lish@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521070002

联系人: 张亚桐

电话: 010-88695231

E-MAIL: zhangyt@tpyzq.com

报告摘要

芒市金矿资源优质，增量可期。2021年9月，公司以自有资金10.37亿元收购张辉持有的芒市华盛金矿60%的股权，成为其控股股东，此举进一步增加了公司的黄金资源储量。截止2021年底，芒市金矿保有金矿总资源量2322.50万吨，金金属量70.67吨，平均品位3.04克/吨，其开采方式为露天开采，矿山已取得采矿许可证，有效期至2025年7月11日。目前，芒市矿山的生产规模10.00万吨/年，但自2016年一直停产至今，正在申请变更产能为120万吨/年，预计今年5月份将顺利拿到证照，届时黄金产量将为5吨左右。

2021年业绩稳步上升受益于量价齐升。营收与净利润：2021年公司实现营收90.40亿元，比去年同期增长14.35%；实现归母净利润12.74亿元，同比增长2.49%。**毛利率：黄金业务毛利率超过60%，处于业内较高水平。**2021年，公司主要产品的毛利率较高：合质金/合质金含银/铅锌铜精矿含银的毛利率分别为60.33%/65.8%/55.76%。**从产销角度看，5种产品产量均有所提升。**2021年，具体来看：1) 合质金产量为7.21吨，同比增长18%，销量为7.12吨，同比增长8.87%；2) 矿产银产量为178.37吨，同比增长14.33%，销量为194.28吨，同比增长19.57%；3) 铅精矿产量为10536.58吨，同比增长9.21%，销量为11713.49吨，同比增长17.18%；4) 锌精矿产量为13230.80吨，同比增长15.39%，销量为13169.06吨，同比增长14.85%；5) 铜精矿的产销量均为201.28吨，同比增长43.2%。

近几年，公司重点推进现有矿厂升级改造，扩大产能；加大勘探投资，挖掘潜在矿石资源量和各类金属。公司2021年度勘探投资10187.67万元，其中青海大柴旦的资本化勘探投资为8,151.90万元。**黑河银泰东安金矿：**黑河银泰东安金矿获得了新的采矿许可证，生产规模由原来的14.85万吨/年提升至37.5万吨/年，增幅达152.5%；**吉林板庙子：**去年收购的板石沟矿权成功转到银泰黄金控股子公司吉林银泰盛鑫矿业有限公司名下；**青海大柴旦：**2021年，细晶沟探矿权分离完成，详查区转采工作有序推进，已经完成矿区范围划定等多项采矿许可证登记前置技术工作，预计2022年中期取得细晶沟矿区采矿许可证。2021年，青海大柴旦青龙沟北至323南北向矿带继续进行延伸勘探，勘探增加资源量矿石量272.35万吨，金金属量10.87吨。

玉龙矿业技术改造工作完成，全年生产将带来产量跃升。玉龙银矿通过改扩建原有选矿厂，使其2021年得以拥有5000吨选矿产能，预计2022年5月份完成水处理、采暖等辅助设施建设和进入生产调试，并且在2022年具备全面全年生产能力。玉龙矿业三个选矿厂去年矿石处理量达到89万吨左右，今年计划继续提升至120万

吨，明年预计有望突破 150 万吨。由此，将带动矿产银的产量提升。含银产品属于纯盈利矿产品。预计未来其矿产银的产量将稳步提升，至 2024 年突破 230 吨。

中长期多因素催化下，黄金价格未来或将持续强势。虽然在短期内，美元指数持续走高和全球央行的加息预期令黄金承压，但随着美联储加息落地，黄金再次上涨，截止 2022 年 5 月 5 日，黄金价格上涨至最高 1909.8 美元/盎司，随后略有回落。从中长期来看，加息步伐有望放缓；加之地缘政治冲突等多种外部客观因素的共同推动下，滞胀风险仍然主导市场情绪，黄金价格预计有望持续坚挺，有望突破 2600 美金/盎司。

投资建议：我们预计公司未来几年业绩将持续增长，预期 2022/2023/2024 年公司营业收入为 103.27/112.89/118.64 亿元；实现归母净利润分别为 19.33/23.90/26.47 亿元，对应的 EPS 分别为 0.70/0.86/0.95 元。以 2022 年 5 月 9 日收盘价 9.01 元为基准，对应 PE 分别为 12.94/10.47/9.45 倍，低于行业平均 PE 值。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济政策变动；新冠疫情影响复工；公司产能不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9040	10327	11289	11864
(+/-%)	14.35	14.24	9.32	5.09
净利润(百万元)	1273	1933	2390	2647
(+/-)	0.02	0.52	0.24	0.11
摊薄每股收益(元)	0.46	0.70	0.86	0.95
市盈率(PE)	19.15	12.94	10.47	9.45

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 黄金业务发力，跻身一线矿企	5
(一) 主营有色金属采选：从银铅锌扩展到黄金	5
(二) 大股东：银泰系公司实力雄厚	6
(三) 管理层资深，健全员工激励机制	7
(四) 黄金业务发力，驱动业绩增长	8
二、 黄金板块：内增外扩，双向发力	11
(一) 自有矿山禀赋优异，挖掘增量潜能	11
2.1.1 黑河银泰：由露采转地采，积极推进改扩建工程	11
2.1.2 吉林板庙子：开启重型山地勘探，增储潜力大	12
2.1.3 青海大柴旦：从探矿到采矿，向投产迈进	14
(二) 收购芒市金矿，增量可期	15
三、 银铅锌板块：玉龙矿业技术改造，赋能产量升级	16
(一) 天然的资源优势	16
(二) 技术改造，增产未来可期	17
四、 量价齐升，盈利能力不断优化	18
(一) 产品端：黄金业务领跑业绩增长	18
(二) 子公司端：矿山子公司贡献主要利润	20
五、 中长期看，黄金配置价值凸显	21
六、 盈利预测及估值	23
(一) 盈利预测	23
(二) 估值及投资建议	24
七、 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司上市后股权结构	6
图表 3: 主要管理层及职务	7
图表 4: 员工持股计划（一期）	8
图表 5: 2017-2022 年第一季度营业收入	9
图表 6: 2017-2022 年第一季度归母净利润	9
图表 7: 2017-2022 年第一季度期间费用	9
图表 8: 2017-2022 年第一季度各项费用率	9
图表 9: 公司资产负债率	10
图表 10: 同业公司资产负债率	10
图表 35: 矿山分布	10
图表 36: 2021 年公司勘探投资（万元）	10
图表 11: 黄金矿山资源量	11
图表 12: 东安金矿概览	12
图表 13: 东安金矿采矿厂	12
图表 14: 金英金矿位置图	13
图表 15: 青龙沟金矿采矿权	14
图表 16: 青海大柴旦矿区	14
图表 17: 芒市金矿股权结构	15
图表 18: 芒市金矿资源量	15
图表 19: 芒市金矿生产工艺	16
图表 29: 玉龙矿业采矿权资源量	16
图表 30: 玉龙矿业探矿权资源量	17
图表 31: 生产工艺流程图	17
图表 32: 矿产银产量预测（包含玉龙矿业和其他矿山）	18
图表 20: 2021 年各类产品营收占比（%）	18
图表 21: 2021 年各类产品毛利占比（%）	18
图表 22: 主要产品毛利率	19
图表 23: 业内公司矿产金单位成本	19
图表 24: 2021 年主要矿产品种销售价格及成本	19
图表 25: 公司分产品产销和库存情况	20
图表 26: 2021 年在产矿山净利润	21
图表 27: 2021 年在产矿山矿产金贡献量	21
图表 28: 2021 年矿产子公司生产情况	21

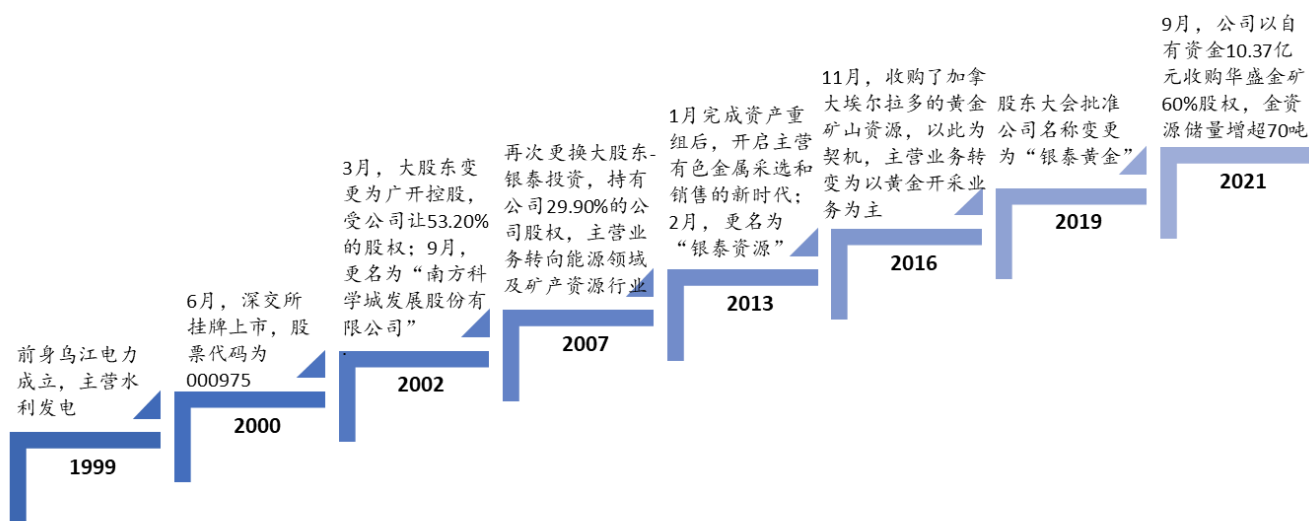
一、黄金业务发力，跻身一线矿企

强化“以黄金为主的高质量矿山投资运营商”的定位，力争通过持续性外延式发展拓展经营版图。银泰黄金主营贵金属（金、银）和有色金属（铅、锌等）矿山采选及贸易。目前，公司共拥有 5 个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿。其中，玉龙矿业是铅锌银多金属矿矿山，余下四座矿山均为金矿。

银泰黄金资产质地优良，矿产资源储量丰富，品位较高，勘探前景广阔，拥有众多专业人才，技术力量雄厚，已发展成为国内贵金属行业具有重要影响力的上市公司。

（一）主营有色金属采选：从银铅锌扩展到黄金

图表 1：公司发展历程



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

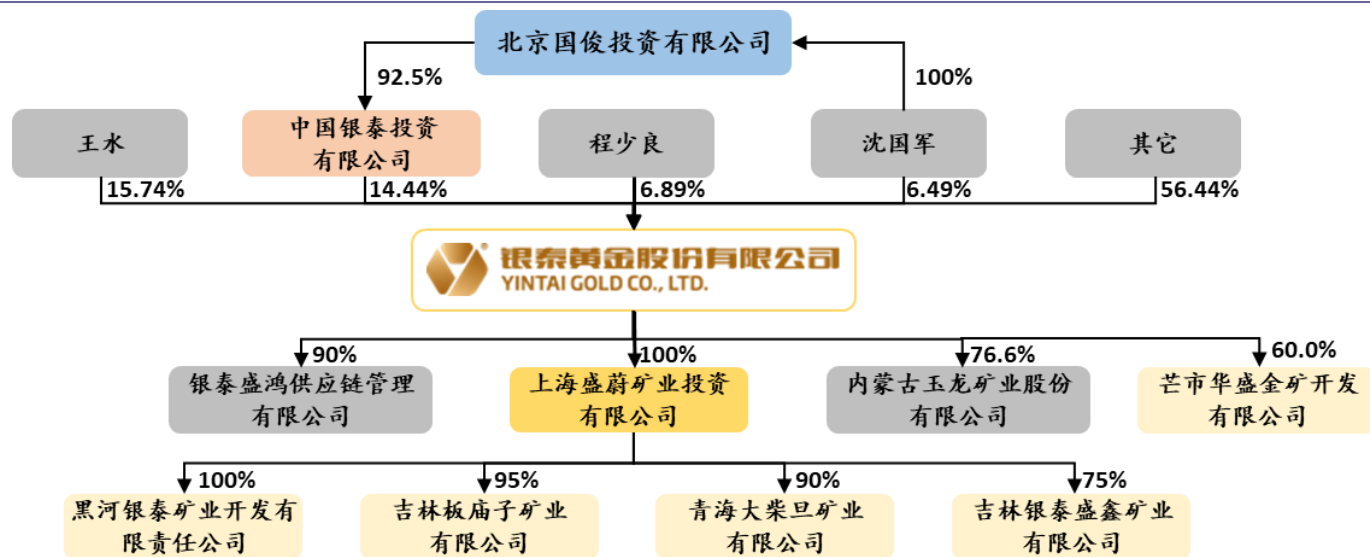
公司逐渐演变成“以黄金为主”的多种金属采选企业。公司前身为重庆乌江电力有限公司，于1999年由乌江电力集团发起设立，主营水力发电，并于2000年6月在深交所挂牌上市。2002年，公司原大股东乌江电力集团协议将其持有的53.20%的国有法人股转让给广开控股（原“广州凯得控股有限公司”），总计股15746.54万股，广开控股成为公司大股东；随后公司更名为“南方科学城发展股份有限公司”，主营业务转变为城市公用事业的投资和管理。2007年广开控股将其持有公司的29.90%的股份转让给中国银泰投资有限公司，中国银泰成为公司第一大股东，公司以酒店餐饮业为过渡经营，主营业务转向能源领域及矿产资源行业。2013年公司与内蒙古玉龙矿业完成资产重组后，公司主营业务变更为银、铅、锌等有色金属采选和销售，公司更名为“银泰资

源股份有限公司”。2016 年 11 月，银泰黄金收购了加拿大埃尔拉多位于中国境内的黄金矿山资源，获得了大量的高品位黄金资产和资源储备，并以此为契机，公司业务转变为以黄金开采为主。2019 年，股东大会批准并通过公司名称由“银泰资源”变更为“银泰黄金”。2021 年 9 月公司以自有资金 10.37 亿元收购华盛金矿 60%股权，金资源储量增超 70 吨。

(二) 大股东：银泰系公司实力雄厚

公司控股股东为中国银泰投资有限公司（“银泰投资”），实际控制人为沈国军先生。截至 2021 年底，沈国军先生直接持有银泰黄金 6.49%股权，银泰投资直接持有公司 14.44%的股份，因沈国军先生间接持银泰投资 92.5%的股权，所以沈国军先生直接或间接持有银泰黄金 20.93%的股权，并且与银泰投资构成一致行动人。银泰集团是一家多元化实业发展与投资集团，拥有多家境内外上市公司和 100 多家控股、参股公司，涉及房地产、金融、投资、矿产、旅游等多个行业。公司下设主要子公司有上海盛蔚矿业投资有限公司、内蒙古玉龙矿业股份有限公司和银泰盛鸿供应链管理有限公司，分别涉及金矿开采、银铅锌矿开采以及贵金属和有色金属贸易。

图表 2：公司上市后股权结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司主要通过下属子公司开展业务。目前，公司共拥有 5 个矿山企业，分别为内蒙古玉龙矿业股份有限公司、黑河银泰矿业开发有限责任公司、吉林板庙子矿业有限公司、青海大柴旦矿业有限公司和芒市华盛金矿开发有限公司。除此之外，公司下属子公司银泰盛鸿是一家以贵金属和有色

金属贸易为主业、以金融工具为风控手段的综合型贸易服务商，主要为客户提供购销渠道、风险管理、贸易融资、供应链金融等服务。

(三) 管理层资深，健全员工激励机制

管理层具有丰富的黄金产业并购和生产管理经验，业内影响力大。公司的经营管理团队由在矿业领域和资本市场有丰富经验的专家组成，涵盖企业管理、采矿、选矿、地质、测量、财务、法律等各个专业。以下是公司主要管理层：

- **董事长杨海飞**，拥有金融和产业的复合背景，在公司任职多年，资历颇深。曾于国内头部券商任职高管，2005 年起任中国银泰投资有限公司投资部总经理，2007 年 1 月至 2009 年 5 月任京投银泰股份有限公司董事长，2008 年 11 月至今任本公司董事长，2017 年 2 月至今任中国银泰投资有限公司副总经理。
- **总经理欧新功**，深耕金属资源行业多年。先后任职中国科学院广州地球化学研究所博士后、副研究员，澳大利亚澳华黄金有限公司中国勘探与商务高级经理，加拿大埃尔拉多黄金公司中国区商务经理、勘探高级经理，公司高级工程师等职务。2018 年 4 月至 2019 年 9 月任公司总工程师，2019 年 9 月至今任公司总经理，2020 年 11 月至今任公司董事。

图表 3：主要管理层及职务

	职务	任期起始日期	任期终止日期
杨海飞	董事长	2008-11-06	2023-11-15
王水	董事	2013-02-28	2023-11-15
欧新功	董事、总经理	2020-11-16	2023-11-15
刘黎明	董事、副总经理、董秘	2008-11-06	2023-11-15
袁美荣	董事	2017-11-07	2023-11-15
鲁胜	董事	2019-05-15	2023-11-15
崔劲	独立董事	2019-09-19	2023-11-15
王亚平	独立董事	2018-05-17	2023-11-15
张达	独立董事	2020-11-16	2023-11-15
王莹	副总经理、财务总监	2020-10-16	2023-11-15
王彦令	副总经理	2013-01-31	2023-11-15
郭斌	副总经理	2018-04-25	2023-11-15
张天航	副总经理	2021-03-29	2023-11-15
胡斌	监事会召集人	2011-11-11	2023-11-15
刘卫民	监事	2017-11-07	2023-11-15
赵石梅	监事	2017-11-07	2023-11-15

资料来源：WIND，太平洋证券整理

银泰黄金第一期员工持股计划于 2019 年 7 月由公司回购专用账户非交易过户完成，共计持有公司股份 2541.15 万股，占公司总股本的 1.28%，持股价格为 8.41 元/股，锁定期 12 个月。此次员工持股计划参与员工总人数为 43 人，其中董事、监事、高级管理人员 11 人，核心骨干人员 32 人。该计划筹集资金总额为 21371.08 万元，资金来源为员工合法薪酬、自筹资金以及法律、行政法规允许的其他方式取得的资金。员工持股计划有利于提高职工的凝聚力和公司竞争力，表明公司高层管理者和职工看好公司未来发展，投资公司长期价值。

图表 4：员工持股计划（一期）

序号	持有人	职务	认购份额上限 (万份)	比例
1	杨海飞	董事长	4,891.81	22.89%
2	辛向东	执行董事	1,956.72	9.16%
3	王水	执行董事	489.18	2.29%
4	袁志安	总经理	366.89	1.72%
5	刘黎明	董事、副总经理、董秘	1,834.43	8.58%
6	王彦令	副总经理	1,222.95	5.72%
7	袁美荣	董事、财务总监	152.87	0.72%
8	欧新功	总工程师	305.74	1.43%
9	郭斌	副总经理	305.74	1.43%
10	胡斌	监事会主席	489.18	2.29%
11	刘卫民	监事	489.18	2.29%
	核心骨干人员（32人）		8,866.39	41.49%
	合计		21,371.08	100.00%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

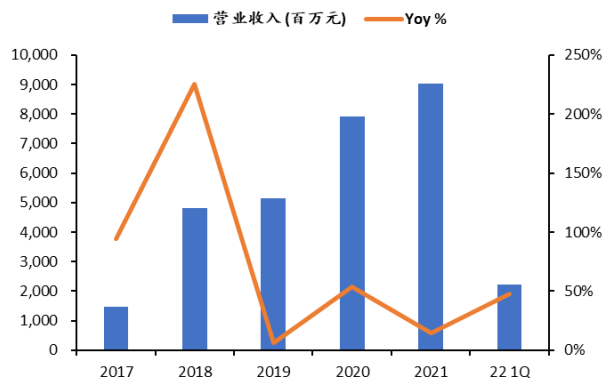
(四) 黄金业务发力，驱动业绩增长

黄金业务发力，业绩稳步增长。营业收入方面，2021 年银泰黄金实现营业收入 90.40 亿元，相比去年同期增长 14.35%。具体来看，有色金属采选业务实现了 37.87 亿元收入，同比增长 15.08%；金属商品贸易业务实现了 52.50 亿元收入，同比增长 13.84%；其他业务实现了 0.03 亿元收入，同比增长 0.53%，对总营收贡献较小。2022 年第一季度，公司营业收入为 22.34 亿元，同比增长了 47.86%，主要是由于银泰盛鸿及其子公司金属贸易量的增加。

利润端，22 年一季度归母净利润不及预期，处于短期下滑态势。2021 年公司实现归母净利润 12.74 亿元，同比增长 2.49%。尽管黄金销量上涨，但由于 2021 年黄金价格走势疲软，因而归母净利润增幅较小。其中，公司旗下黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦拥有品位高、盈利能力强的黄金矿业资产，对公司归母净利润贡献率为 79.74%。同时，本年投资收益和公允价值变动价

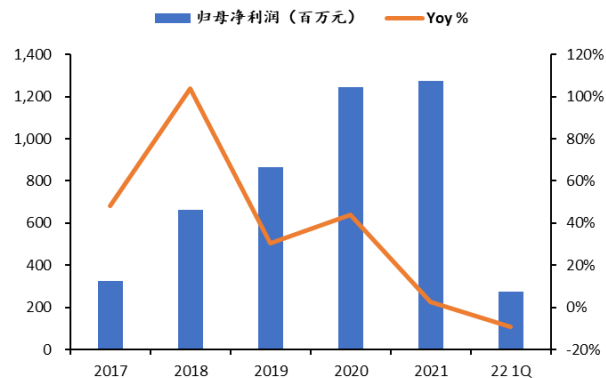
值损益分别为利润总额贡献了 0.90 亿元和 0.21 亿元，分别占比利润总额的 4.93%和 1.11%。2022 年第一季度，公司归母净利润为 2.74 亿元，同比下降了 8.99%，主要是由于银泰盛鸿及其子公司金属贸易成本增加。

图表 5：2017-2022 年第一季度营业收入



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

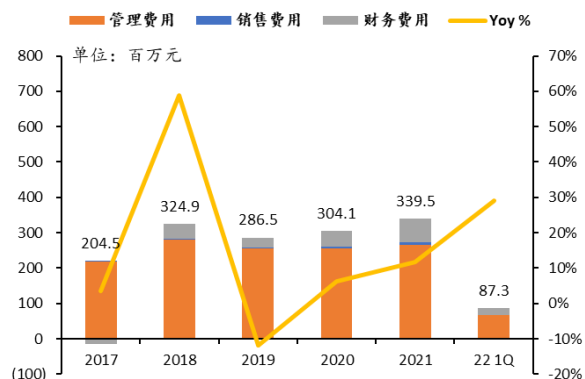
图表 6：2017-2022 年第一季度归母净利润



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

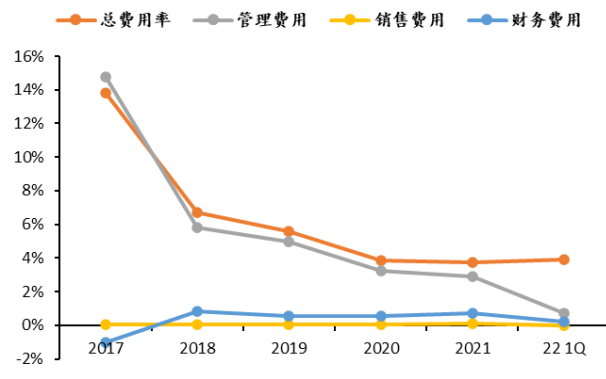
费用端，公司近年来经营趋于稳定，费用率变化不大。2021 年期间费用总额为 3.39 亿元，其中，管理费用为 2.65 亿元，所占比重最大，约为 78.0%；同比增长 11.6%，具体来看，销售费用增加 0.04 亿元，同比增 98.18%，主要在于本年仓储费用增加；管理费用增加 0.08 亿元，同比增 3.13%；财务费用增加 0.24 亿元，主要是因为本期公司银行贷款增加。2022 年第一季度，公司期间费用总额为 0.87 亿元，同比上涨了 29%。从费用率的变动情况来看，期间费用率逐年降低，从 2016 年的 26%降低至 2021 年的 3.76%，21 年费用率同比下降 0.09pct；2022 年第一季度，公司期间费用率为 3.9%，变动幅度不大，说明近年来公司经营趋于稳定。

图表 7：2017-2022 年第一季度期间费用



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：2017-2022 年第一季度各项费用率

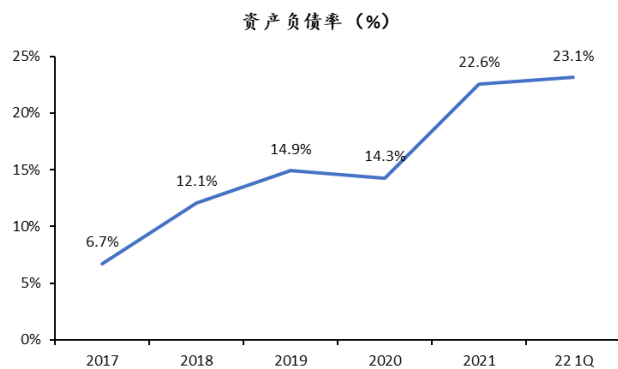


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2021 年和 2022 年第一季度，公司资产负债率分别为 22.56%和 23.1%，在同行业内处于较低水平。公司具有较强的融资能力，与银行等金融机构有良好的合作关系。作为资源行业，资产负

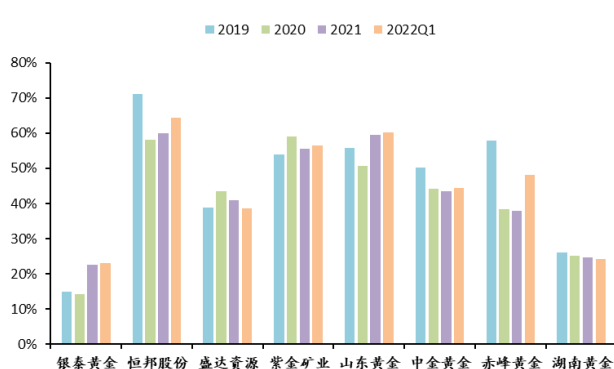
债率一直是投资者重点关注的问题，自 2018 年进入黄金采选领域后，公司资产负债率较之前略有上升，去年完成收购后小幅上涨至 20% 一线，但与同业相比仍是少见的低负债率，公司现金流充足，加杠杆对外收购的潜力巨大。

图表 9：公司资产负债率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：同业公司资产负债率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

近两年，公司加大勘探投资力度，挖掘潜在矿石资源量和各类金属。公司 2021 年度勘探投资总共 10187.67 万元，其中资本化勘探投资 8546.27 万元，费用化勘探投入 1641.40 万元。其中，吉林板庙子和青海大柴旦的资本化勘探投资分别为 394.37 万元和 8151.90 万元；玉龙矿业和黑河银泰的费用化勘探投资分别为 1321.40 万元和 320 万元。

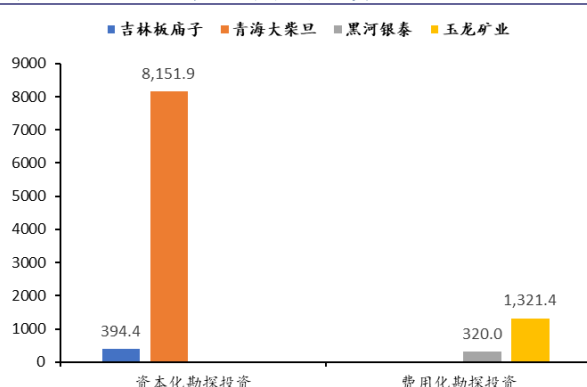
- ✓ **玉龙矿业**：2021 年花教包特银铅矿采矿权证内勘探投入 1,321.40 万元，主要工作内容是对资源量加密升级，为采矿开拓提供保障。深部发现的铜锡矿正在勘探，目前未进行资源量估算，未来将在采矿权证深部勘探报告中详细估算铜锡资源量情况。
- ✓ **吉林板庙子**：2021 年度勘查活动主要集中在金英金矿采矿权证内，资本化勘探投资共计 394.37 万元（含板石沟探矿权勘探）。

图表 11：矿山分布



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：2021 年公司勘探投资（万元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、黄金板块：内增外扩，双向发力

银泰黄金旗下拥有四大黄金矿业公司，黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿，均为大型黄金矿山，共计拥有 7 宗采矿权和 13 宗探矿权。其中，探矿权的勘探范围达 157.9 平方公里。

根据中国黄金协会数据，公司矿产金产量在中国黄金上市企业中排名第五，公司也是黄金矿山中毛利率较高的矿企。截至 2021 年末，银泰黄金合计总资源量（含地表存矿）矿石量 10,194.17 万吨，金金属量 170.45 吨，银金属量 7,154.06 吨，铅+锌金属量 107.64 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨。收购芒市金矿后，公司整体金金属量增至 167 吨，权益金金属量增至 132 吨。

图表 13：黄金矿山资源量（不包含玉龙矿山）

矿山	持股比例 (%)	矿石量 (万吨)	年处理量 (矿石量: 万吨)	金金属量 (吨)	金品位 (克/吨)	权益金数量 (吨)	银 (吨)
黑河银泰	100	132.15	24.00	11.40	8.63	11.40	92.96
吉林板庙子	95	553.37	73.00	22.96	4.15	21.81	
青海大柴旦	90	1625.03	82.00	62.82	3.87	56.54	
华盛金矿	60	2322.50	/	70.67	3.04	42.40	
合计		4633.05		167.85	94.00	132.15	92.96

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（一）自有矿山禀赋优异，挖掘增量潜能

2.1.1 黑河银泰：由露采转地采，积极推进改扩建工程

黑河银泰是国家级绿色矿山，也是国内入选品位最高的金矿之一，同时伴生白银，金的平均品位为 8.63 克/吨。黑河银泰矿业开发有限责任公司（曾用名“黑河洛克”）主要从事东安金矿的有色金属采选。东安金矿位于矿区位于小兴安岭北段，属低山区，行政区划隶属逊克县新兴乡管辖。2020 年矿山平均入选品位金 9.63 克/吨，银 64.21 克/吨，每年矿产金产量可达 2-3 吨。截至 2021 年末，保有资源量矿石量 132.15 万吨，金金属量 11.40 吨，银金属量 92.26 吨；另有存货矿石量 16.70 万吨，金金属量 0.89 吨，银金属量 12.92 吨。

2017 年试生产顺利进行，后由露采转地采。东安金矿最初于 1998 年由黑龙江省有色金属地质勘查 707 队发现，后于 2005 年 7 月完成国土资源部储量评审备案。2009 年，Eldorado Corp. 购买黑河银泰后，一直未能办理采矿权证，矿山建设处于半停滞状态。2016 年 11 月上海盛蔚收购

黑河银泰，公司积极推进东安金矿的各项采矿工作，历时十个月的时间完成预备工作，拿到采矿权许可证，并于 2017 年 9 月正式生产出第一批合质金，同年试生产三个月，产能是 24.75 万吨/年。直到 2019 年下半年由露天开采转为地下开采；同时继续改扩建工程，选矿处理能力将达到 1200 吨/日，约合年处理量达到 39.6 万吨/年。

图表 14：东安金矿概览



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 15：东安金矿采矿厂



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

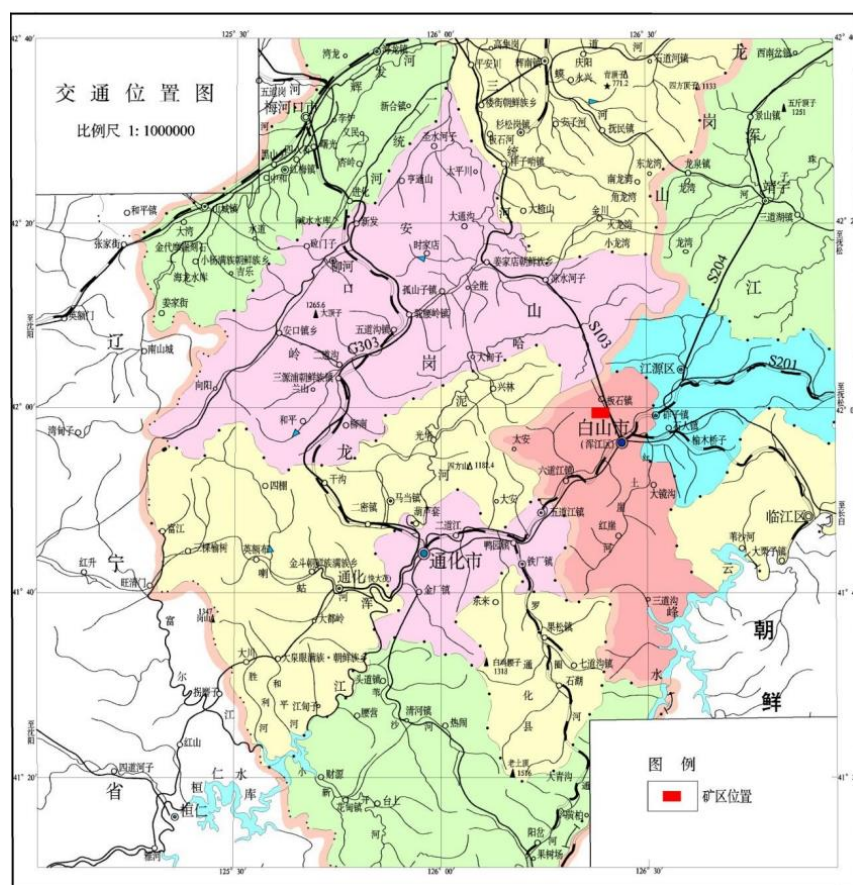
黑河银泰积极推进厂房改扩建项目来提高产能，并取得新的采矿许可证。2020 年 9 月，1250 吨/日的选矿厂改扩建工程全部完工。2020 年 12 月，黑河银泰东安金获得了新的采矿许可证，生产规模由原来的 14.85 万吨/年提升至 37.5 万吨/年，增幅达 152.5%。

2.1.2 吉林板庙子：开启重型山地勘探，增储潜力大

吉林板庙子是国家级绿色矿山，也是国内生产管理水平较为先进的矿山之一，平均品位 4.15 克/吨。2020 年金平均入选品位 3.34 克/吨，每年矿产金产量可达 2 吨。截止 2021 年底，保有资源量为矿石量 553.37 万吨，金金属量 22.96 吨，其中，本年勘探新增矿石资源量 3 万吨，金金属量 106kg。

金英金矿是板庙子公司主要资产，也是正在开采的矿山。金英金矿位于白山市八道江区北西 308°直距 7 千米，隶属白山市浑江区板石街道办事处管辖，交通便利。

图表 16: 金英金矿位置图



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

1998 年板庙子金矿被勘探发现，2012 年生产步入正轨。1998 年板庙子金矿被吉林省通化地质矿产勘查开发院发现，后续逐步进行勘查工作。2014 年 10 月至 2015 年 7 月，吉林板庙子矿业公司委托吉林省第四地质调查所对金英金矿进行了资源储量核实工作。2003 年到 2007 年，探矿权人吉林省通化地质矿产勘查开发院与澳大利亚澳华黄金有限公司合作，组建了吉林板庙子矿业有限公司，由澳大利亚澳华黄金有限公司投资继续开展野外勘查工作。金英金矿 2009 年试生产，2012 年正常生产，设计采矿规模 66 万吨/年，实际能力可以达到 80 万吨/年。2018 年上半年，公司加强地质勘查探矿工作，井下和探矿权区域勘探均有新的发现，为公司增加新的资源储备。2019 年吉林板庙子的尾矿库扩容工程顺利通过安全及环保验收，取得了安全生产许可证。同时完成了板庙子探矿权的详查报告评审及备案工作，为探矿权转采矿权奠定了基础。

持续探矿增储，同时板石沟探矿权成功转入公司控股子公司。2020 年公司完成了年产 80 万吨扩产能项目的验收及安全生产许可证的换证工作。去年收购的板石沟矿权成功转到银泰黄金控股子公司吉林银泰盛鑫矿业有限公司名下。板石沟金及多金属矿勘探探矿权成功转到控股子公司

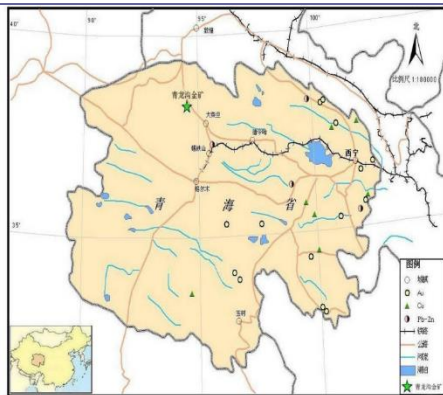
吉林银泰盛鑫矿业有限公司名下，2021 年已经开始重型山地勘探工程，施工探槽 450m³，钻孔 1420m，发现了一些重要的铜金矿矿体，正在进行深入勘探。

2.1.3 青海大柴旦：从探矿到采矿，向投产迈进

青海大柴旦是省级绿色矿山，平均品位 3.87 克/吨。青海大柴旦开矿条件较好，同时拥有广阔的勘探权，具有很好的增储前景。矿山采矿权范围内累计保有资源量矿石量 936.04 万吨，金金属量 32.48 吨；探矿权范围内累计查明保有资源量矿石量 688.99 万吨，金金属量 30.34 吨，青海大柴旦合计保有资源量矿石量 1625.03 万吨，金金属量 62.82 吨。另有堆存矿石量 56 万吨，金金属量 1.56 吨。

隶属于青海大柴旦矿业有限公司的青龙沟金矿位于大柴旦北西约 95 千米，青龙山南东段，交通较为便利。该矿属大型金矿，矿石性质为蚀变砂岩型原生金矿，自上个世纪八十年代发现、九十年代初探明以来，曾被国家列为首批引进外资开发难选冶金矿试点项目。作为当时的国家鼓励类外商投资项目和青海省重点建设项目是完全按照国际化标准一次性设计、建成并投入运营的达到大型规模的采选冶一体化矿山，矿山设计生产规模为 80 万吨/年。

图表 17：青龙沟金矿采矿权



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 18：青海大柴旦矿区



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2018 年 10 月青海大柴旦的金矿恢复生产，较收购时增储量大。2017 年滩间山采矿权停产进行开采方式的转变，由露采转地下开采，于 2018 年 10 月恢复生产。2018 年青龙滩井下工程开拓、青龙山探矿权分离工作完成，完成巷道开拓 9,000 米。2019 年青海大柴旦采矿方面的重点工作是青龙滩井下工程开拓与采矿、青龙沟采矿权改扩界（将青龙山探矿权分立后部分赋矿矿业权区域通过扩大矿区范围合并至原青龙沟采矿权），取得青龙沟新采矿权，并且 323 露天和青龙滩深部已开始采矿。2020 年，完成**细晶沟金矿**详查报告矿产资源储量评审备案，提交矿石资源量

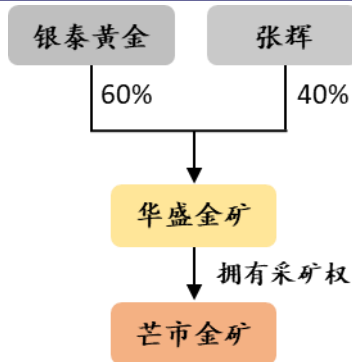
345.85 万吨，金金属量 14.24 吨；完成青海大柴旦**金龙沟金矿**详查报告矿产资源储量评审备案，提交矿石资源量 269 万吨，金金属量 8.7 吨，金龙沟探矿权首采区（II、III 矿带）完成立项及资源开发利用方案评审。

公司推进从探矿权向采矿权的工作进程，持续勘探增储，新增矿石资源量 **272.35 万吨**，金金属量 **10.87 吨**。2021 年，细晶沟探矿权分离完成，详查区转采工作有序推进，已经完成矿区范围划定等多项采矿许可证登记前置技术工作，预计 **2022 年中期取得细晶沟矿区采矿许可证**。2021 年，青海大柴旦**青龙沟北至 323 南北向矿带**继续进行延伸勘探，勘探增加资源量矿石量 272.35 万吨，金金属量 10.87 吨。

（二）收购芒市金矿，增量可期

芒市金矿资源优质，增量可期。2021 年 9 月，公司以自有资金 10.37 亿元收购张辉持有的芒市华盛金矿 60%的股权，成为其控股股东，进一步增加了公司的黄金资源储量。华盛金矿位于云南省德宏州芒市三台乡，是国内少有的大型优质黄金矿山。目前，拥有采矿权面积 0.6338 平方公里，采矿权内有果园、麦窝坝两个矿段；截止 2021 年底，矿山保有金矿总资源量 2322.50 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04 克/吨，其中：控制的矿产资源量 1627.50 万吨，金金属量 50.62 吨，平均品位 3.11 克/吨；推断的矿产资源量 695.00 万吨，金金属量 20.05 吨，平均品位 2.89 克/吨。公司整体金金属量增至 167 吨，权益金金属量增至 132 吨。

图表 19：芒市金矿股权结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 20：芒市金矿资源量

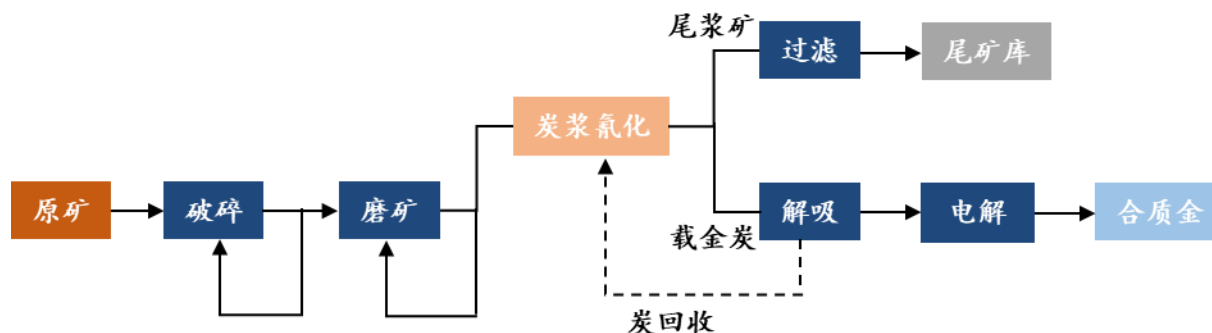
类型	矿石资源量 (万吨)	金金属量 (吨)	平均品位 (克/吨)
控制	1627.50	50.62	3.11
推断	695.00	20.05	2.89
合计	2322.50	70.67	3.04
权益资源量	1393.50	42.40	1.82

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

芒市金矿的生产工艺简单，具备快速复产条件。其开采方式为露天开采，并且已取得采矿许可证，有效期至 2025 年 7 月 11 日。目前，芒市金矿拥有生产规模 10.00 万吨/年的采矿许可证，但自 2016 年一直停产至今，正在申请变更许可为 120 万吨/年。2022 年 1 月，采矿证已解除查

封，无变更延续障碍。按计划，今年 5 月份将顺利拿到证照，届时年产产量预计为 5 吨左右，权益金产量为 3 吨左右。

图表 21：芒市金矿生产工艺



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、银铅锌板块：玉龙矿业技术改造，赋能产量升级

（一）天然的资源优势

截至 2021 年末，玉龙矿业采矿权和探矿权合计保有资源量矿石量 5,488.42 万吨，银金属量 7,048.88 吨，铅+锌金属量 170.64 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨，伴生金 152 千克。

- 两宗采矿权范围内保有矿石资源总量 3,198.54 万吨，银金属量 4,994.64 吨，品位高达 156 克/吨，铅金属量 48.79 万吨，锌 68.32 万吨。
- 四宗探矿权均在现有采矿权周边，探矿权的勘探范围达 41.11 平方公里。现已探明矿石储量为 2,380.75 万吨，并保有金属铅 14.92 万吨、锌 41.47 万吨、银 2,239.03 吨、伴生金 152 千克、铜 6.35 万吨。其中 2020 年完成了 1118 高地详查探矿权详查报告评审备案，提交资源量矿石量 2,079 万吨，金属量：银 1,697.45 吨、铅+锌 50.94 万吨、铜 6.35 万吨、锡 1.82 万吨，平均品位银 78.7 克/吨、铅+锌 2.49%、铜 0.33%、锡 0.09%，折合银当量品位 220.59 克/吨。

图表 22：玉龙矿业采矿权资源量

矿山	矿石量 (万吨)	银金属量 (吨)	银品位 (克/吨)	铅金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)
花敖包特银铅矿	2595.76	4329.48	166.79	42.64	57.28
花敖包特山矿段	511.90	480.37	93.84	4.92	9.41
合计	3198.54	4994.64	156.15	48.79	68.32

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

图表 23：玉龙矿业探矿权资源量

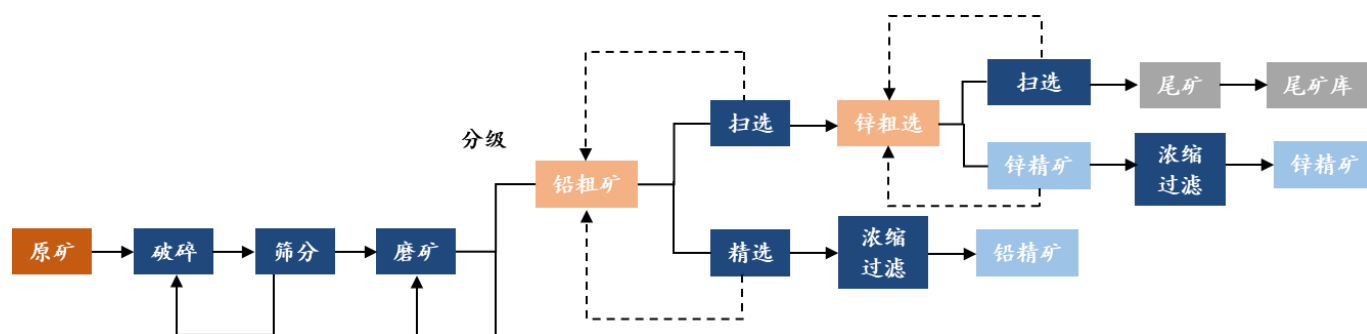
矿山	矿石量 (万吨)	银 (吨)	银品位 (克/吨)	铅 (万吨)	锌 (万吨)	伴生金 (千克)	铜 (万吨)	锡 (万吨)
花敖包特外围 II 区	180.70	356.56	197.32	0.24	0.24	0.15		
花敖包特南山	60.68	106.88	176.14	1.38	1.61			
1038 高地	60.38	78.14	129.41	0.69				
1118 高地	2079.00	1697.45	78.70	50.94			6.35	1.82
合计	2380.76	2239.03	94.05	14.92	41.47	0.15	6.35	1.82

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

(二) 技术改造，增产未来可期

玉龙矿业采用地下开采方式，目前主要采矿方法为浅孔留矿法、中深孔爆破空场法、分段空场嗣后充填采矿法等工艺；这种冶炼工艺先进，综合回收效益较好，有利于矿产品具有销售优势。

图表 24：生产工艺流程图

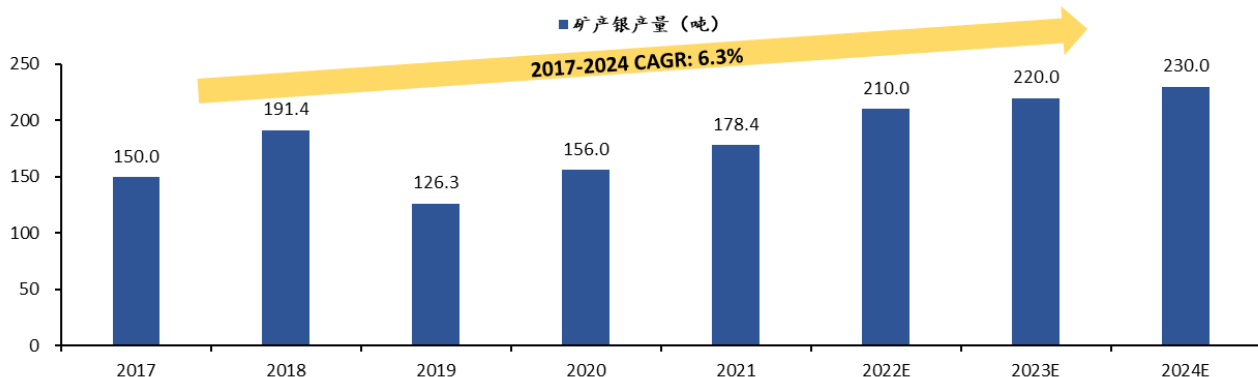


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

玉龙矿业技术改造工作完成，全年生产将带来产量跃升。玉龙银矿通过技改后选矿厂产能大幅增长，公司 2020 年开始对选矿厂进行 1400 吨的改扩建，2021 年已扩建至 3000 吨选矿产能，叠加原有的 2000 吨选矿产能，2021 年选矿产能达 5000 吨。预计 2022 年 5 月份完成水处理、采暖等辅助设施建设和进入生产调试，并且在 2022 年具备全面全年生产能力（此前生产周期只有

8-9 个月)。玉龙矿业三个选矿厂去年矿石处理量达到 89 万吨左右,今年计划继续提升至 120 万吨,明年预计有望突破 150 万吨。由此,将带动矿产银的产量提升。估计未来矿产银的产量将稳步提升,2024 年突破 230 吨。

图表 25: 矿产银产量预测 (包含玉龙矿业和其他矿山)



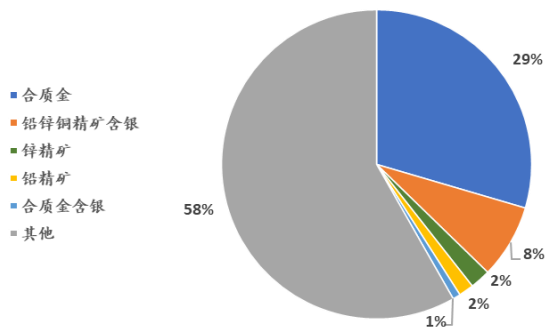
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

四、量价齐升, 盈利能力不断优化

(一) 产品端: 黄金业务领跑业绩增长

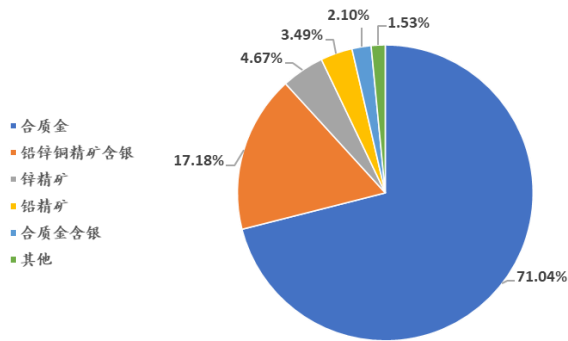
合质金产品贡献主要的营收增加额, 铅锌铜精矿含银产品贡献量紧随其后。2021 年, 合质金产品营收为 26.72 亿元, 同比增长 9.31%, 营收占比 29.56%; 铅锌铜精矿含银产品营收为 6.99 亿元, 同比增长 26.98%, 营收占比 7.73%。同年, 公司有色金属矿采选业营收增加额为 4.96 亿元, 其中, 合质金和铅锌精矿含银分别贡献了 2.28 亿元和 1.49 亿元的增量, 分别贡献了有色采选业务营收增量的 45.9%和 29.9%, 合计 75%以上。

图表 26: 2021 年各类产品营收占比 (%)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 27: 2021 年各类产品毛利占比 (%)

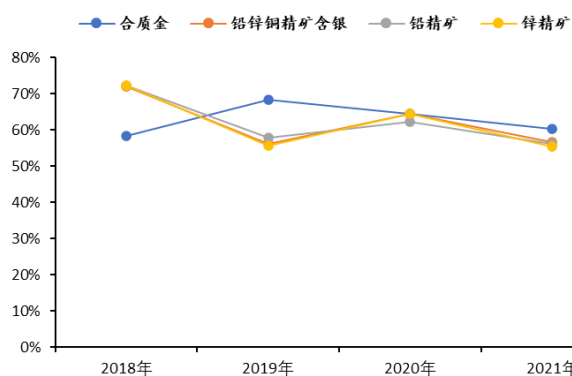


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

合质金和铜铅锌精矿含银为公司利润主要来源。1) 合质金：2021 年毛利率 60.33%，同比减少 4.11pct，毛利占比 71.04%。2) 合质金含银：2021 年毛利率 65.8%，同比减少 5.15pct。3) 铅锌铜精矿含银：2021 年毛利率 55.76%，同比减少 8.54pct，毛利占比为 17.18%。4) 锌精矿/铅精矿/铜精矿：2021 年毛利率分别为 55.26%/56.1%/50.63%，同比下降了 9.03pct/6.18pct/10.80pct。

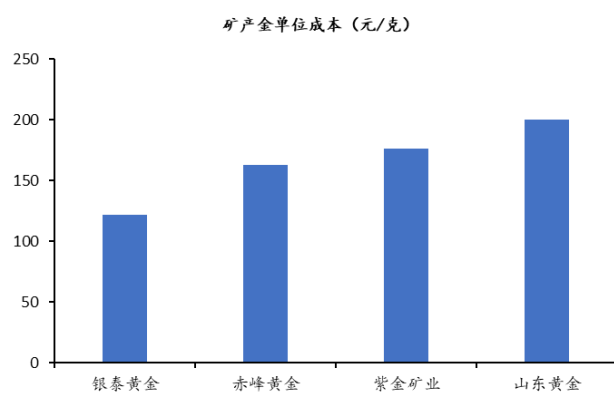
公司黄金业务毛利率超过 60%，业内处于较高水平；黄金单位成本低于同业公司，具有成本优势。2021 年，公司主要产品的毛利率较高：合质金/合质金含银/铅锌铜精矿含银毛利率分别为 60.33%/65.8%/55.76%，同比减少 4.11pct/5.15pct/8.54pct；其他矿产品如锌精矿/铅精矿/铜精矿的毛利率分别为 55.26%/56.1%/50.63%，同比下降了 9.03pct/6.18pct/10.80pct。产品毛利率整体呈下降趋势，是因为去年开采成本整体上涨，包括黑河东安金矿转变为地下开采，深部矿石采选难度加大及下半年入选品位下降导致单位成本上升；吉林板庙子摊销权益金导致生产成本有所增加；玉龙矿业原材料成本调升等。其中，矿产金、矿产银、铅精粉、锌精粉单位成本同比分别增加 11.93%/32.31%/25%/64.41%，毛利率与去年同期相比有所下降。但是受疫情冲击，经济发展滞缓等因素影响，黄金以及大宗商品如铜、锌等价格上涨，使得公司矿产品售价较去年同比上涨，一定程度上抵消成本上涨对毛利率的影响。

图表 28：主要产品毛利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 29：业内公司矿产金单位成本



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 30：2021 年主要矿产品种销售价格及成本

产品	单位	销售单价	2021年 单位成本	毛利率	销售单价	2020年 单位成本	毛利率
矿产金	元/克	375.12	148.82	60.33%	373.95	132.96	64.44%
矿产银	元/克	3.97	1.72	56.70%	3.70	1.30	64.86%
铅精粉	元/吨	12,049.60	5,289.28	56.10%	11,216.70	4,231.33	62.28%
锌精粉	元/吨	14,560.29	6,514.33	55.26%	11,094.72	3,962.14	64.29%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从产销角度看，5 种产品产量均有所提升。具体来看：1）合质金，2021 年产量为 7.21 吨，同比增长 18%，销量为 7.12 吨，同比增长 8.87%；2）矿产银，2021 年产量为 178.37 吨，同比增长 14.33%，销量为 194.28 吨，同比增长 19.57%；3）铅精矿 2021 年产量为 10536.58 吨，同比增长 9.21%，销量为 11713.49 吨，同比增长 17.18%；4）锌精矿，2021 年产量为 13230.80 吨，同比增长 15.39%，销量为 13169.06 吨，同比增长 14.85%；5）铜精矿，2021 年产、销量均为 201.28 吨，同比增长 43.2%。矿产金和锌精矿库存增加，矿产金库存同比增长了 14.52%。矿产银和铅精矿库存分别同比减少 77.72%和 94.05%。2021 年底，合质金库存量为 0.71 吨，矿产银库存 4.56 吨，铅精矿库存 74.47 吨，公司在 2021 年抓住金属价格上涨的机遇，推进金属销售，积极消化银和铅的库存；合理安排生产，优化产能。

图表 31：公司分产品产销和库存情况

行业分类	项目	单位	2021	2020	同比
合质金	销售量	吨	7.12	6.54	8.87%
	生产量	吨	7.21	6.11	18.00%
	库存量	吨	0.71	0.62	14.52%
矿产品银	销售量	吨	194.28	162.48	19.57%
	生产量	吨	178.37	156.01	14.33%
	库存量	吨	4.56	20.47	-77.72%
铅精矿	销售量	吨	11,713.49	9995.74	17.18%
	生产量	吨	10,536.58	9647.98	9.21%
	库存量	吨	74.47	1251.38	-94.05%
锌精矿	销售量	吨	13,169.06	11466.06	14.85%
	生产量	吨	13,230.80	11466.06	15.39%
	库存量	吨	61.74	/	/
铜精矿	销售量	吨	201.28	140.56	43.20%
	生产量	吨	201.28	140.56	43.20%
	库存量	吨	/	/	/

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

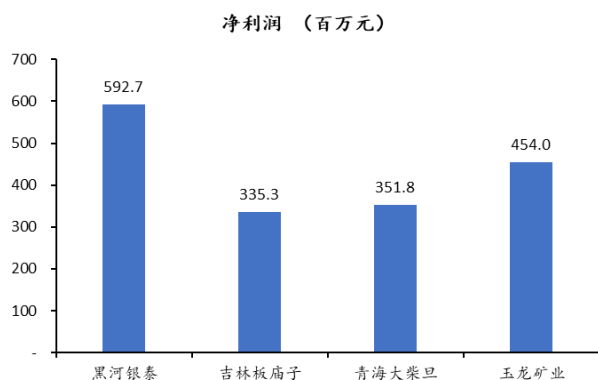
（二）子公司端：矿山子公司贡献主要利润

矿山子公司贡献主要利润。公司共拥有 5 个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿，其中华盛金矿目前处于停产待恢复状态，其余 4 个为在产矿山。除此之外，子公司银泰盛鸿是一家以贵金属和有色金属贸易为主业的综合型贸易服务商。黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦作为品位较高的大型黄金矿山，管理水平先进，盈利能力强，2021 年对公司归母净利润的贡献率为 79.74%。2021 年各矿山业绩均有所提升，玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦的净利润分别为 4.54 亿元/5.93 亿元/3.35 亿元/3.52 亿元，同比增加

39.3%/6.1%/10.1%/11.7%。

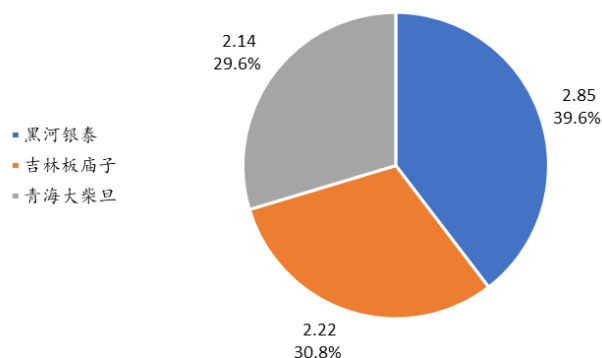
在产矿山充分发挥产能，贡献矿产金总量 7.21 吨和矿产银 178.37 吨。2021 年，在产金矿中黑河银泰贡献黄金总产量的 39.6%，即 2.85 吨。吉林板庙子和青海大柴旦分别贡献 30.77%和 29.63%，数量为 2.22 吨和 2.14 吨。矿产银主要来自于玉龙矿业，产量贡献占比 91.13%，达 162.55 吨，此外玉龙矿业还生产铅锌铜精粉等具有市场竞争优势的产品。

图表 32：2021 年在产矿山净利润



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 33：2021 年在产矿山矿产金贡献量



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 34：2021 年矿产子公司生产情况

公司名称	本集团持有权益	选矿量(万吨)	矿产金(吨)	矿产银(吨)	铅精粉(吨)	锌精粉(吨)
玉龙矿业	76.67%	89.05	/	162.55	10536.58	13230.8
黑河银泰	100.00%	33.7	2.85	15.27	/	/
吉林板庙子	95.00%	66.23	2.22	0.35	/	/
青海大柴旦	90.00%	84.64	2.14	0.2	/	/

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、中长期看，黄金配置价值凸显

中长期多因素催化下，黄金价格未来或将持续强势。虽然在短期内，美元指数持续走高和全球央行的加息预期令黄金承压，但随着美联储加息落地，黄金再次上涨，截止 2022 年 5 月 5 日，黄金价格上涨至最高 1909.8 美元/盎司，随后略有回落。从中长期来看，加息步伐有望放缓；加之地缘政治冲突等多种外部客观因素的共同推动下，滞胀风险仍然主导市场情绪，黄金价格预计有望持续坚挺。

黄金价格的直接影响因素是美国长期实际利率。黄金是特殊的商品，具有货币属性，进而衍生出投资属性。在黄金的货币属性下，其价格受两大因素影响，一是黄金与计价货币美元之间的替代性，即与信用货币的博弈；二是其作为货币的避险属性。黄金作为大类资产之一，具有金融投资品的属性，在黄金的金融属性下，黄金作为无息资产，其价格与实际利率水平负相关，美元

资产的收益率越低，黄金的配置价值就越凸显。实际利率就是持有黄金的机会成本，因此黄金的价格与美元实际利率水平密切相关。

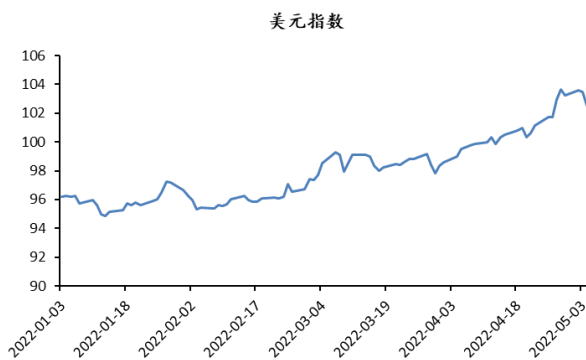
美联储如期加息缩表。北京时间 5 月 5 日凌晨，美联储公布 5 月会议决议。FOMC 票委一致决定加息 50bp，将联邦基金基准利率提升至 0.75%-1%；同时美联储公布缩表计划。美联储会议新闻发布会后，黄金等大类资产一度大涨，这是由于加息实际落地时多伴随市场的风险情绪释放从而通常会导致黄金价格有所上行，截止 2022 年 5 月 5 日，黄金价格上涨至最高 1909.8 美元/盎司，随后略有回落。

图表 29：2022 年以来，黄金价格走势



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 30：美元指数



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

长远来看，美联储加息步伐有望放缓。虽然本次加息是 2000 年 5 月以来首次一次性加息 50bp，同时缩表，但由于此前美联储众多官员对市场预期的引导非常充分，所以这一行动并未超出市场预期。同时，鲍威尔排除了未来一次性加息 75bp 的可能性，而是表示未来两次会议上可能各加息 50bp，这一节奏较市场此前定价的更慢；其次，虽然美联储确认控制通胀是当前首要任务，但要兼顾经济发展状况，淡化长期的通胀风险。这些均表明美联储加息的节奏较为稳健，长远来看，伴随美国经济上行压力变大，加息很可能在今年第三季度放缓，四季度有望停止加息。

此前，市场对美联储的鹰派动作已经有充分定价，未来美联储很难再有超预期的紧缩政策，所以美联储紧缩货币政策给美元和美债收益率带来的上行动力将趋弱，或维持在高位震荡，这也使得黄金价格上行压力有所释放。

货币超发叠加地缘政治冲突，通货膨胀居高不下。2020 年初期，为应对新冠疫情的冲击，各国采取了长期量化宽松政策以刺激经济发展。以美国为代表，美联储开启史无前例的大放水，半个月內降息 150 个基点，进而带动全球货币超发，货币量供应大于流动所需货币需求，从而直接导致了通货膨胀。而俄乌冲突导致大宗商品供应不足，油气资源、部分金属、粮食等价格居高不下，进一步加剧了全球通货膨胀。

然而，加息之初便发生美债倒挂的现象，反映经济基本面不容乐观，面临衰退风险。4月初，美国2年和10年国债收益率利差出现倒挂，这是自2019年8月以来首次发生倒挂；此前，美债5年/10年利差和5年/30年利差均已发生倒挂现象，预示着美国经济将走弱，下行压力较大。通过历史数据也可以证实这一点，自1977年以来，美债2年/10年利差一共发生过六轮倒挂，后续都发生了经济衰退，美债倒挂是判断经济衰退的核心关键指标。受限于悲观预期的经济形势，加息将大概率步伐放缓，进而无法完全控制通胀，使之回归到2%以内的合理范围。因此，通胀增速难以回落到较低水平，以及经济面临衰退风险，全球经济滞胀风险依然是市场主要担忧方向。

中长期看，随着5月份加息落地，市场对货币紧缩预期放缓，滞胀仍然主导市场情绪，黄金的保值属性和投资价值开始凸显，有望支撑其开启新一轮上涨。我们看好金价突破新高，有望达到2600美金/盎司。

六、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

当前局势不稳定，俄乌局势紧张以及欧美对俄制裁加剧全球通货膨胀，大宗商品价格居高不下，美国CPI升至近40年以来的高点，美联储被迫进入快速加息和缩表周期。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。因此我们上调2022/2023/2024年的金价假设为400.0/410.0/415.0元/克。

对此，我们假设：（1）黄金价格在未来两年内将继续处于上涨趋势，2022-2024年黄金平均价格分别为400.0/410.0/415.0元/克；（2）黄金板块：随着黑河银泰和吉林板庙子的扩产能项目的完成、青海大柴旦金龙沟开始投入运营、芒市金矿产能逐渐释放，预计银泰黄金2022、2023、2024年权益矿产金产量分别为9.4吨、11.2吨和12.2吨；（3）铅锌银板块：玉龙矿业主要选厂实现全年生产，预计2022、2023、2024年采出矿石量分别为120万吨、130万吨和150万吨，矿产银产量（含黑河银泰）分别为250吨、280吨和320吨，铅产量分别为1.3万吨、1.5万吨和1.8万吨，锌产量分别为1.4万吨、1.5万吨和1.6万吨。

银泰黄金预计2021、2022、2023年分别实现归母净利润19.33/23.90/26.47亿元。

图表 31：主营业务收入及盈利预测

		2021	2022E	2023E	2024E
黄金业务					
	矿产金产量（吨）	7.21	9.40	11.20	12.20
	黑河银泰	2.85	3.00	3.00	3.50
	吉林板庙子	2.22	2.20	2.20	2.20
	青海大柴旦	2.14	2.20	2.50	2.50
	华盛金矿	/	2.00	3.50	4.00
	营业收入（亿元）	26.72	37.60	45.92	50.63
	单价（元/克）	375.12	400.00	410.00	415.00
	矿产金销量（吨）	7.12	9.40	11.20	12.20
	营业成本（亿元）	10.60	13.44	15.68	16.84
	成本（元/克）	148.82	143.00	140.00	138.00
	毛利润（亿元）	16.12	24.16	30.24	33.79
含银业务					
	营业收入（亿元）	7.71	8.40	9.02	9.43
	单价（元/克）	3.97	4.00	4.10	4.10
	矿产银产量（吨）	194.28	210.00	220.00	230.00
铅精矿					
	营业收入（亿元）	1.41	1.89	2.25	2.70
	单价（元/吨）	12049.60	14500.00	15000.00	15000.00
	铅精粉产量（吨）	11713.49	13000.00	15000.00	18000.00
	营业成本（亿元）	0.62	0.66	0.75	0.90
	成本（元/吨）	5289.28	5100.00	5000.00	5000.00
	毛利润（亿元）	0.79	1.22	1.50	1.80
锌精矿					
	营业收入（亿元）	1.92	2.38	2.70	2.88
	单价（元/吨）	14560.29	17000.00	18000.00	18000.00
	锌精粉产量（吨）	13169.06	14000.00	15000.00	16000.00
	营业成本（亿元）	0.86	0.84	0.83	0.88
	成本（元/吨）	6514.33	6000.00	5500.00	5500.00
	毛利润（亿元）	1.06	1.54	1.88	2.00
贸易及其他业务					
	营业收入（亿元）	52.64	53.00	53.00	53.00
	营业成本（亿元）	52.22	52.20	52.00	52.00
	毛利润（亿元）	0.42	0.80	1.00	1.00
合计	营业总收入（亿元）	90.40	103.27	112.89	118.64
	营业总成本（亿元）	67.71	67.15	69.26	70.62
	毛利润（亿元）	22.69	36.12	43.64	48.02
合计	归母净利润	12.73	19.33	23.90	26.47

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 估值及投资建议

公司黄金及铅锌精矿含银等业务占比较高，毛利率高，同时公司将业务重心向黄金转移，旨在通过扩产来提升矿产金产量，以及积极勘探以及外延并购增加保有储量，公司前景可期。

我们预计公司未来几年业绩将持续增长，预期 2022/2023/2024 年公司营业收入为 103.27/112.89/118.64 亿元；实现归母净利润分别为 19.33/23.90/26.47 亿元，对应的 EPS 分别为 0.70/0.86/0.95 元。以 2022 年 5 月 9 日收盘价 9.01 元为基准，对应 PE 分别为 12.94/10.47/9.45

倍，低于行业平均 PE 值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 32：可比公司估值

证券代码	公司	股价(元)		PE		EPS(元)		PB
		2022/5/9	22E	23E	24E	22E	22E	
000975. SZ	银泰黄金	9.01	14.2x	11.6x	9.3x	0.65		2.3x
600988. SH	赤峰黄金	15.91	17.3x	13.3x	13.8x	0.94		4.1x
601899. SH	紫金矿业	9.80	11.1x	9.7x	8.8x	0.91		2.9x
600547. SH	山东黄金	18.33	32.2x	26.7x	25.1x	0.57		2.5x
600489. SH	中金黄金	7.09	16.9x	15.4x	14.3x	0.42		1.3x
002155. SZ	湖南黄金	8.97	20.1x	17.5x	11.1x	0.44		1.8x
002237. SZ	恒邦股份	9.11	16.1x	14.9x	13.4x	0.57		1.3x
000603. SZ	盛达资源	10.69	13.0x	11.8x	10.2x	0.82		2.3x
	行业平均值	11.11	17.6x	15.1x	13.7x	0.66		2.3x

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

七、风险提示

宏观经济政策变动；新冠疫情影响复工；公司产能不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	483	1,456	2,113	5,393	8,901	营业收入	7,906	9,040	10,327	11,289	11,864
应收和预付款项	75	83	102	102	105	营业成本	5,747	6,771	6,715	6,926	7,062
存货	1,027	1,028	1,403	1,245	1,273	营业税金及附加	190	179	218	244	247
其他流动资产	2,349	2,271	2,260	2,266	2,273	销售费用	4	8	6	7	8
流动资产合计	3,934	4,838	5,878	9,007	12,552	管理费用	257	265	361	364	382
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	44	67	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	2,783	2,809	2,809	2,809	2,809	投资收益	89	91	91	113	115
在建工程	200	425	425	425	425	公允价值变动	(9)	21	0	0	0
无形资产开发支出	5,318	7,112	7,112	7,112	7,112	营业利润	1,748	1,865	3,118	3,861	4,280
长期待摊费用	27	30	30	30	30	其他非经营损益	13	(20)	0	0	0
其他非流动资产	644	721	721	721	721	利润总额	1,761	1,845	3,118	3,861	4,280
资产总计	12,907	15,933	16,974	20,102	23,648	所得税	395	423	701	873	971
短期借款	179	682	0	0	0	净利润	1,366	1,422	2,416	2,988	3,309
应付和预收款项	132	163	233	189	203	少数股东损益	124	148	483	598	662
长期借款	235	0	0	0	0	归母股东净利润	1,242	1,273	1,933	2,390	2,647
其他负债	1,294	2,749	1,987	2,170	2,393	预测指标					
负债合计	1,840	3,595	2,219	2,359	2,596		2020	2021	2022E	2023	2024
股本	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777	毛利率	0.27	0.25	0.35	0.39	0.40
资本公积	4,431	4,431	4,431	4,431	4,431	销售净利率	0.16	0.14	0.19	0.21	0.22
留存收益	2,683	3,262	5,195	7,586	10,233	销售收入增长率	0.54	0.14	0.14	0.09	0.05
归母公司股东权益	9,890	10,466	12,399	14,790	17,437	EBIT 增长率	0.43	0.06	0.66	0.24	0.11
少数股东权益	1,176	1,872	2,356	2,953	3,615	净利润增长率	0.44	0.02	0.52	0.24	0.11
股东权益合计	11,066	12,339	14,755	17,743	21,052	ROE	0.13	0.12	0.16	0.16	0.15
负债和股东权益	12,907	15,933	16,974	20,102	23,648	ROA	0.10	0.08	0.11	0.12	0.11
现金流量表(百万)						ROIC	0.14	0.15	0.22	0.28	0.32
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(X)	0.45	0.46	0.70	0.86	0.95
经营性现金流	2427	2043	1248	3166	3,393	PE(X)	19.24	19.15	12.94	10.47	9.45
投资性现金流	(1534)	(805)	91	113	115	PB(X)	2.42	2.33	2.02	1.69	1.43
融资性现金流	(734)	(934)	(682)	0	0	PS(X)	3.02	2.70	2.42	2.22	2.11
现金增加额	159	303	658	3280	3,507	EV/EBITDA(X)	10.04	9.01	7.59	5.25	3.89

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平—5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。