

# 黄金产量同比大增，克金成本下降

华泰研究

2022年8月10日 | 中国内地

中报点评

贵金属

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

24.07

研究员 李斌  
SAC No. S0570517050001 libin@htsc.com  
SFC No. BPN269 +(86) 10 6321 1166

研究员 马晓晨  
SAC No. S0570522030001 maxiaochen@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

## 22H1 归母净利润同比 2.5%，维持“增持”评级

公司 22H1 营收 30.46 亿元 (yoy+82.1%)，归母净利润 4.11 亿元 (yoy+2.5%)；22Q2 归母净利 2.37 亿元，业绩略低于我们预期(2.5 亿元)，主要因公司计提 2.9 亿资产减值。我们预期年底前美实际利率或见顶，届时金价有望重拾升势，参考 22 年至今金价表现，调高 22-24 年金价假设；并根据 Q2 公司表现下调克金成本预期，预计公司 22-24 年归母净利润为 13.86/21.05/23.75 亿元(前值 10.48/12.25/14.85 亿元)，可比公司 wind 一致预期 PE(22E)25.1X，考虑公司 22 年黄金产量有望翻倍，给予 22 年 29XPE，22 年 EPS0.83 元，目标价 24.07 元 (前值 19.53 元)，维持增持评级。

## 黄金产销同比大幅增长，克金成本下降

据半年报，22H1 公司矿产金产/销分别为 6.4/6.5 吨，分别 yoy+65.0%、+77.8%；克金成本 225.95 元/克，较上年同期下降 5.5%，较 21 年下降 16.1%。电解铜产/销量分别为 0.37 /0.38 万吨，分别同比+161.1%、+176.5%，单吨成本 3.17 万元，yoy+13.6%。上半年公司金、铜业务分别贡献毛利 10.5、1.4 亿元，各占 81.9%、10.8%，黄金为公司主要盈利来源。

## 顺利完成海外并购，资源储备和生产规模显著提升

22 年 1 月，公司联合中非产能发展基金共同并购金星资源 100%股权完成交割，金星资源核心子公司金星瓦萨保有黄金资源量约 364.8 吨，并购后，公司保有黄金资源量达到 575 吨。22 年公司计划金星瓦萨黄金产量由原管理层制定的 4.9 吨提升至 5.6 吨，其中交割后本年度 11 个月黄金产量目标 5.2 吨。此外，重大项目建设继续推进：吉隆矿业年新增 18 万吨金矿石采选能力扩建项目启动实施，选厂日处理能力将由目前的 450 吨提升至 1000 吨；五龙矿业计划在 24 年形成 3000 吨/日的采选能力；万象矿业 Discovery 采区深部斜坡道工程开工，公司预计明年投产后新增产能 120 万吨。

## 22-23 年黄金板块有望实现量价齐升

1983-2018 年美国六轮加息周期中，美元指数和实际利率走势均与黄金价格走势呈现出一定负相关性。22H2-2023 年我们预期美元指数维持相对强势，呈现小幅下降态势，而实际利率走势或成为决定金价走势主要要素。7 月后美加息从“主要控通胀”逐步转向“更注重增长和通胀的平衡”，加息幅度或会放缓，金价压力开始释放；年底前实际利率或见顶，届时金价有望重拾升势。随着公司在建项目逐步达产，我们预期公司 22-23 年黄金板块有望实现量价齐升，从而带动公司业绩持续高增。

风险提示：宏观经济不及预期，下游需求不及预期，行业政策出现变化。

## 经营预测指标与估值

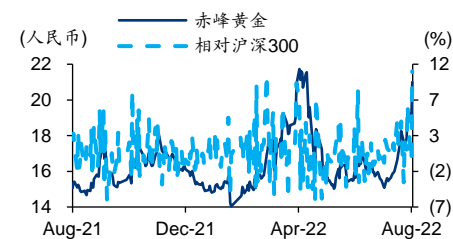
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	4,558	3,783	7,067	8,636	9,308
+/-%	(24.89)	(17.01)	86.84	22.19	7.79
归属母公司净利润 (人民币百万)	784.02	582.58	1,386	2,105	2,375
+/-%	317.01	(25.69)	137.89	51.89	12.82
EPS (人民币，最新摊薄)	0.47	0.35	0.83	1.27	1.43
ROE (%)	18.54	12.28	28.11	30.43	26.06
PE (倍)	44.55	59.95	25.20	16.59	14.71
PB (倍)	8.54	7.56	6.75	4.89	3.75
EV EBITDA (倍)	28.81	22.11	13.35	8.74	7.31

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (人民币)	24.07
收盘价 (人民币 截至 8 月 10 日)	20.99
市值 (人民币百万)	34,926
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,016
52 周价格范围 (人民币)	14.04-21.73
BVPS (人民币)	3.16

## 股价走势图



资料来源：Wind

**图表1：关键假设表**

本次假设 (2022.8.10)	2021A	2022E	2023E	2024E	调整原因
<b>价格</b>					
黄金价格, 元/克	375	390	410	380	年底前实际利率或见顶, 届时金价有望重拾升势; 美国 2022Q1/Q2 的 GDP 环比折年率分别为 -1.6/-0.9%, 符合技术性衰退定义。据华泰固收 220803《美国技术衰退的市场冲击》, 我们认为后续逐步进入实质性衰退概率较大, 则 23 年金价有望继续上涨; 24 年若经济开始好转, 则金价或重新承压。
电解铜价格, 万元/吨	6.84	6.50	6.00	6.50	我们认为, 在美国流动性和需求双重压力下, 铜价格大概率在加息周期内见顶, 且加息后经济下行压力加大, 铜供需格局恶化或使铜铝价格二次探底, 故下调 22-23 年铜价假设, 24 年供需或重新好转。
黄金产量假设	8.1	15.96	19.14	22.10	
综合克金成本, 元/克	269.50	191.37	186.51	181.84	根据公司 22Q2 真实克金成本, 下调克金成本假设
<b>关键财务数据 (百万元)</b>					
营业收入	3,783	7,067	8,636	9,308	
销售毛利率, %	33.26	50.16	53.68	52.07	
销售净利率, %	16.23	23.07	28.68	30.02	
归母净利润	582.58	1,386	2,105	2,375	
<b>前次假设 (2022.5.4)</b>					
<b>价格</b>					
黄金价格, 元/克	375	370	360	350	
电解铜价格, 万元/吨	6.84	6.80	6.50	6.50	
黄金产量假设	8.1	15.96	19.14	22.10	
综合克金成本, 元/吨	269.50	224.90	220.25	218.72	
<b>关键财务数据 (百万元)</b>					
营业收入	3,783	6,776	7,735	8,653	
销售毛利率, %	33.26	39.34	38.77	37.76	
销售净利率, %	16.23	18.20	18.63	20.18	
归母净利润	582.58	1,048	1,225	1,485	

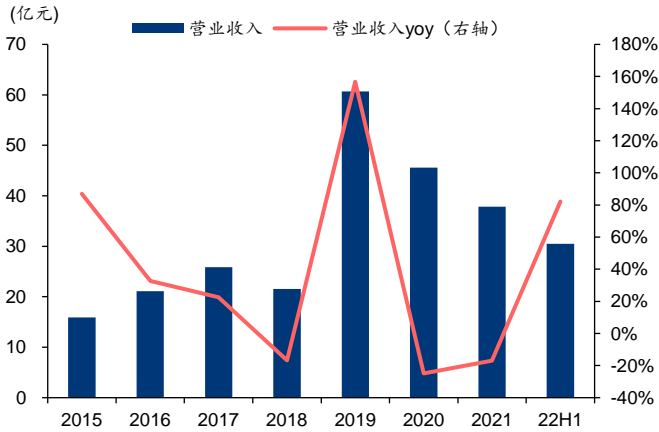
资料来源：公司公告，华泰研究预测

**图表2：可比公司估值 (2022.8.10)**

证券代码	公司简称	PE (2022E)
600489 CH	中金黄金	17.9
600547 CH	山东黄金	37.7
000975 CH	银泰黄金	19.7
	均值	25.1

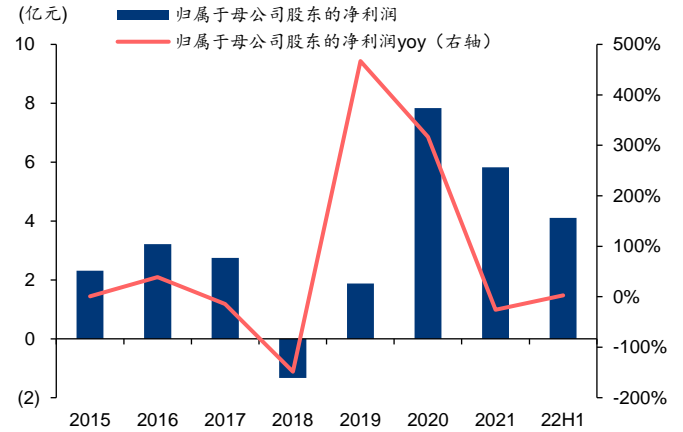
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表3: 公司 15-22H1 营收及增速表现



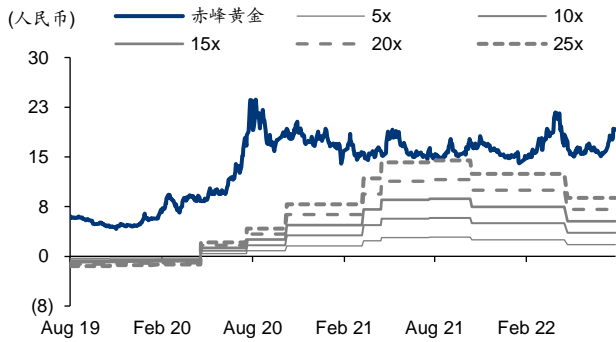
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 公司 15-22H1 归母净利润及增速表现



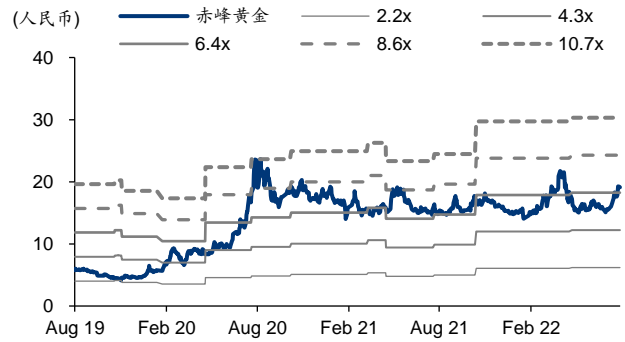
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 赤峰黄金 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 赤峰黄金 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,577	3,758	4,035	6,391	9,397
现金	2,131	1,825	1,916	3,513	6,469
应收账款	8.04	25.26	21.86	35.71	26.34
其他应收账款	614.92	382.68	559.63	879.62	982.06
预付账款	40.53	50.04	67.75	104.96	81.21
存货	771.79	1,412	1,406	1,794	1,775
其他流动资产	10.10	63.35	63.35	63.35	63.35
<b>非流动资产</b>	3,639	4,295	4,709	4,718	4,406
长期投资	0.00	1.99	1.98	1.98	1.97
固定投资	2,337	2,439	2,558	2,453	2,206
无形资产	757.33	1,181	1,304	1,418	1,425
其他非流动资产	544.26	673.74	845.39	845.20	773.20
<b>资产总计</b>	7,216	8,054	8,744	11,109	13,803
<b>流动负债</b>	1,090	1,342	1,234	1,261	1,371
短期借款	165.02	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	247.35	440.40	498.98	567.71	621.95
其他流动负债	677.63	901.21	734.89	692.97	749.42
<b>非流动负债</b>	1,683	1,711	1,711	1,711	1,711
长期借款	26.10	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,657	1,711	1,711	1,711	1,711
<b>负债合计</b>	2,773	3,053	2,945	2,972	3,082
少数股东权益	355.34	380.61	625.18	996.66	1,416
股本	1,664	1,664	1,664	1,664	1,664
资本公积	626.61	626.61	626.61	626.61	626.61
留存公积	2,178	2,760	4,228	6,456	8,971
归属母公司股东权益	4,088	4,620	5,174	7,141	9,305
<b>负债和股东权益</b>	7,216	8,054	8,744	11,109	13,803

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	1,072	755.15	2,148	2,447	3,356
净利润	823.59	614.04	1,630	2,477	2,794
折旧摊销	109.42	779.33	409.00	512.05	522.54
财务费用	(85.72)	(87.29)	181.67	204.78	(6.73)
投资损失	(91.94)	(14.15)	(14.15)	(14.15)	(14.15)
营运资金变动	(404.70)	(875.43)	(75.72)	(727.68)	65.32
其他经营现金	721.72	338.64	16.29	(4.53)	(4.88)
<b>投资活动现金</b>	176.04	(277.87)	(828.84)	(506.81)	(196.24)
资本支出	(974.05)	(1,342)	(822.07)	(519.81)	(208.94)
长期投资	(0.01)	(14.56)	0.01	0.01	0.01
其他投资现金	1,150	1,079	(6.78)	12.99	12.70
<b>筹资活动现金</b>	(464.55)	55.91	(1,227)	(343.37)	(203.77)
短期借款	(220.10)	(165.02)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(11.86)	(26.10)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	108.74	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	394.26	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(735.58)	247.03	(1,227)	(343.37)	(203.77)
现金净增加额	787.30	531.45	91.54	1,597	2,956

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4,558	3,783	7,067	8,636	9,308
营业成本	3,153	2,524	3,523	4,000	4,461
营业税金及附加	143.38	157.75	294.74	360.14	388.20
营业费用	15.21	0.78	7.07	8.64	9.31
管理费用	325.51	235.28	565.39	647.66	651.59
财务费用	(85.72)	(87.29)	181.67	204.78	(6.73)
资产减值损失	(17.19)	(191.61)	(282.69)	(86.36)	(46.54)
公允价值变动收益	(20.64)	(1.70)	(20.00)	0.00	0.00
投资净收益	91.94	14.15	14.15	14.15	14.15
<b>营业利润</b>	1,016	746.81	2,166	3,286	3,714
营业外收入	0.44	42.11	21.28	31.70	26.49
营业外支出	9.67	17.91	13.79	15.85	14.82
<b>利润总额</b>	1,006	771.01	2,174	3,302	3,725
所得税	182.76	156.97	543.49	825.51	931.37
<b>净利润</b>	823.59	614.04	1,630	2,477	2,794
少数股东损益	39.57	31.46	244.57	371.48	419.12
归属母公司净利润	784.02	582.58	1,386	2,105	2,375
EBITDA	1,171	1,544	2,553	3,760	4,148
EPS (人民币, 基本)	0.47	0.35	0.83	1.27	1.43

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(24.89)	(17.01)	86.84	22.19	7.79
营业利润	171.30	(26.46)	190.10	51.69	13.01
归属母公司净利润	317.01	(25.69)	137.89	51.89	12.82
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	30.83	33.26	50.16	53.68	52.07
净利率	18.07	16.23	23.07	28.68	30.02
ROE	18.54	12.28	28.11	30.43	26.06
ROIC	37.28	18.59	45.61	62.55	87.65
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	38.42	37.90	33.68	26.75	22.33
净负债比率 (%)	(35.16)	(22.93)	(25.04)	(37.47)	(56.01)
流动比率	3.28	2.80	3.27	5.07	6.85
速动比率	2.53	1.68	2.04	3.53	5.47
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.61	0.50	0.84	0.87	0.75
应收账款周转率	61.85	227.16	300.00	300.00	300.00
应付账款周转率	14.69	7.34	7.50	7.50	7.50
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.35	0.83	1.27	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.45	1.29	1.47	2.02
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.78	3.11	4.29	5.59
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	44.55	59.95	25.20	16.59	14.71
PB (倍)	8.54	7.56	6.75	4.89	3.75
EV EBITDA (倍)	28.81	22.11	13.35	8.74	7.31

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李斌、马晓晨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 赤峰黄金（600988 CH）、银泰黄金（000975 CH）、中金黄金（600489 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 赤峰黄金（600988 CH）、银泰黄金（000975 CH）、中金黄金（600489 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

#### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司