

银泰黄金（000975）：业绩阶段性承压，矿产金业务有强成长空间

——银泰黄金（000975）2022 年报点评

- **事件：**公司发布 2022 年度报告。公司全年实现营业收入 83.8 亿元，同比下降 7.29%；实现归属上市公司股东扣非净利润 10.29 亿元，同比下降 14.36%；基本每股收益 0.405 元，同比下降 11.69%。生产要素价格上涨、白银业务受量价齐跌承压、以及公司生产及运输遭受非经常性因素影响导致业绩回落。
- **金资源储量增长，持续性勘探增储计划仍将提升矿权价值：**截止 2022 年，公司共有 7 宗采矿权及 15 宗探矿权，合计总资源矿石量为 10194.17 万吨（同比+0.5%）。其中金金属量 173.9 吨（+2%），银金属量 6921.2 吨（-3.3%），铅+锌金属量 166.71 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨。公司年度勘探支出增长 20.8%至 1.23 亿元，其中青海大柴旦占比 57.2%，金金属量增加 3.13 吨（至 65.95 吨）。考虑到公司近 3 年勘探支出 CAGR 达 23.7%且形成有效金属增量，结合玉龙矿业处于多金属成矿带，青海大柴旦及板庙子均有较大找矿潜力，以及花敖包特银铅矿深部铜锡矿勘探，预计随着勘探进度推进及增储规划执行，公司矿权价值仍有较大提升空间。
- **产销因事件性因素承压，金金属产出有强增长空间：**公司 2022 年矿产金产量下降 2.1%至 7.06 吨，金/银/铅销量亦分别出现-3.2%/-6.9%/4%下滑，年内冬奥会叠加疫情对公司生产及运输均形成冲击（如吉林板庙子因疫情影响停产导致黄金产量-9.1%至 2.015 吨）。此外，青海大柴旦因磨机筒体问题而在 22H2 停产两个月，导致下半年该矿黄金产量仅有 0.496 吨（22H1 产 1.57 吨，全年产量-3.3%至 2.066 吨）。另一方面，尽管玉龙矿业年内因冬奥会无法采购炸药而遭受生产扰动，但公司银/铅/锌产量却分别同比+7%/+11.9%/+33.7%至 190.7 吨/1.18 万吨/1.77 万吨，显示玉龙矿业 1400t/d 技改的有效性 & 运营的稳定性。从公司远期产出观察，考虑到事件性扰动因素的消退，青海大柴旦细晶沟金矿（新立）及青龙沟金矿采矿权证的获得（合计 21.46 吨金金属）、黑河银泰选厂改扩建带来的选矿量提升（22 年采矿量+22.5%至 43.5 万吨，年黄金产量+4.6%至 2.98 吨）、玉龙矿业选矿厂改造项目的完成（达到 5000 吨/天）以及华盛金矿产能的释放（年产规模 120 万吨，品位 3.04g/t，露天开采方案具备快速复产条件），我们预计公司矿产金产量有望升至 12 吨之上，较 2022 年增幅达 70%，这意味着公司仍是国内成长性最优的矿产金公司之一。
- **核心矿产品毛利下滑，后期有优化空间：**尽管受生产要素价格上涨、采准费用、转固摊销费用增加以及生产运输扰动等因素影响，公司矿产品综合毛利下降 4.24pct，但公司综合矿采选毛利率依然维持于较高水平（54.9%），仍为业内成本控制最优的矿采选企业之一。其中 22 年公司矿产金克成本+12.6%至 167.54 元/克（毛利率 57.4%），矿产银克成本+6.4%至 1.83 元/克（但克银销售价格-9.8%从而导致银业务毛利率降至 48.9%），矿产铅及锌精粉吨成本亦分别上涨+28.4%及+26.7%至 6791 元/吨及 8254 元/吨（毛利率均在 48%左右）。考虑到生产要素价格趋于稳定，事件性影响消退，叠加公司矿采选规模优化放大及设备运转率的提高，预计公司单位产出成本将有优化（公司青海地区毛利率已从 60.5%增至 64.3%）。
- **资产负债率低，运营管理及盈利能力强：**公司是国内资产负债率最低的黄金企业，22 年资产负债率进一步降 0.99pct 至 21.57%（黄金行业 52.46%），显示公司具备强扩张能力。此外，公司 22 年 ROE10.52%，近 3 年平均 ROE 为 12.05%（黄金行业平均 4.85%）；营业利润率 19.3%，近 3 年平均 20.7%（黄金行业平均 4.4%），综合显示出公司较强的矿业运营管理及盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到黄金供需紧平衡态势的延续，央行购金以及流动性预期平稳下 ETF 持仓增加，结合黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵，人民币黄金均价或维持 420 元/克之上。而锌铅价格或在基本面供给仍显刚性下维持高位。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 98.91 亿元、114.46 亿元、132.21 亿元；归母净利润分别为 15.79 亿元、20.69 亿元和 25.78 亿元；EPS 分别为 0.57 元、0.75 元和 0.93 元，

2023 年 3 月 2 日

推荐/维持

银泰黄金

公司报告

公司简介：

公司主营贵金属及有色金属的矿采选与金属贸易业务。公司拥有 5 家矿山企业及一家贸易子公司，其中黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦为在产金矿矿山，玉龙矿业为在产铅锌银多金属矿山，华盛金矿为停产待复矿山。2021 年公司矿产金产量在中国黄金上市企业排名第七位，实现净利润排名第四位，公司的玉龙矿业是当前国内矿产银最大的单体矿山之一。

资料来源：公司公告、WIND

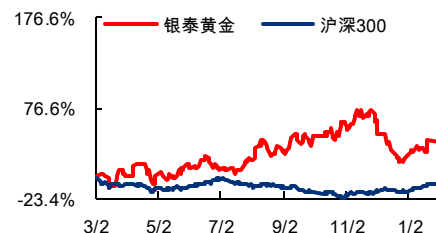
未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	15.56-8.12
总市值（亿元）	346.26
流通市值（亿元）	305.04
总股本/流通 A 股（万股）	277,672/277,672
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.67

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

对应 PE 分别为 20.86、15.92 和 12.77，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**金属价格下跌风险；产量不及预期风险；项目产出进度及项目技改进度低于预期风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,040.24	8,381.54	9,891.02	11,446.18	13,220.92
增长率（%）	14.35%	-7.29%	18.01%	15.72%	15.51%
归母净利润（百万元）	1,273.34	1,124.46	1,578.85	2,068.92	2,577.88
增长率（%）	4.07%	-12.48%	40.99%	31.04%	24.60%
净资产收益率（%）	12.17%	10.30%	12.89%	14.77%	15.91%
每股收益(元)	0.46	0.41	0.57	0.75	0.93
PE	25.86	29.28	20.86	15.92	12.77

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	4838	5683	6843	8326	10460	营业收入	9040	8382	9891	11446	13221
货币资金	1456	1874	3461	4410	6267	营业成本	6771	6302	6986	7759	8698
应收账款	40	40	45	53	61	营业税金及附加	179	178	198	229	264
其他应收款	47	62	73	85	98	营业费用	8	3	5	6	7
预付款项	43	22	19	4	-6	管理费用	265	311	495	572	661
存货	1028	1359	1284	1550	1668	财务费用	67	38	54	49	51
其他流动资产	37	25	25	25	25	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	11096	10484	10278	10068	9848	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	20.54	12.27	16.41	14.34	15.37
固定资产	2809	2906	2678	2451	2222	投资净收益	90.91	107.66	30.00	30.00	30.00
无形资产	7112	6572	6559	6546	6535	加：其他收益	5.55	10.42	7.99	9.21	8.60
其他非流动资产	89	92	90	91	90	营业利润	1865	1616	2208	2885	3594
资产总计	15933	16167	17938	20073	22826	营业外收入	3.56	0.48	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3089	2975	3193	3365	3627	营业外支出	23.82	7.19	15.50	11.34	13.42
短期借款	682	840	761	800	781	利润总额	1845	1609	2193	2874	3580
应付账款	163	236	212	261	278	所得税	423	365	439	575	716
预收款项	0	3	0	0	-3	净利润	1422	1244	1754	2299	2864
一年内到期的非流动负债	60	56	58	57	58	少数股东损益	148	120	175	230	286
非流动负债合计	506	512	554	528	541	归属母公司净利润	1273	1124	1579	2069	2578
长期借款	0	109	109	109	109	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	3595	3487	3746	3893	4168	成长能力					
少数股东权益	1872	1767	1942	2172	2458	营业收入增长	14.35%	-7.29%	18.01%	15.72%	15.51%
实收资本（或股本）	2777	2777	2777	2777	2777	营业利润增长	6.69%	-13.36%	36.67%	30.63%	24.58%
资本公积	4431	4431	4431	4431	4431	归属于母公司净利润增长	2.49%	-11.69%	40.41%	31.04%	24.60%
未分配利润	2759	3141	4325	5877	7810	获利能力					
归属母公司股东权益合计	10466	10913	12250	14008	16200	毛利率(%)	25.10%	24.81%	29.37%	32.21%	34.21%
负债和所有者权益	15933	16167	17938	20073	22826	净利率(%)	15.73%	14.85%	17.74%	20.08%	21.66%
现金流量表						总资产净利润(%)	7.99%	6.96%	9.22%	11.25%	12.69%
单位：百万元						ROE(%)	12.17%	10.30%	12.89%	14.77%	15.91%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
经营活动现金流	2043	1989	2924	2559	3419	资产负债率(%)	23%	22%	21%	19%	18%
净利润	1422	1244	1754	2299	2864	流动比率	1.57	1.91	2.05	2.38	2.80
折旧摊销	809.81	1177.46	545.96	557.44	569.73	速动比率	1.23	1.45	1.64	1.92	2.34
财务费用	67	38	54	49	51	营运能力					
应收帐款减少	8	0	-6	-8	-8	总资产周转率	0.63	0.52	0.58	0.60	0.62
预收帐款增加	-10	3	-4	0	-2	应收账款周转率	205	210	232	232	231
投资活动现金流	-805	-1360	-540	-475	-332	应付账款周转率	63.43	42.03	44.18	48.42	49.06
公允价值变动收益	21	12	16	14	15	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.41	0.57	0.75	0.93
投资收益	91	108	30	30	30	每股净现金流(最新摊薄)	0.11	0.01	0.46	0.34	0.67
筹资活动现金流	-934	-595	-1108	-1134	-1231	每股净资产(最新摊薄)	3.77	3.93	4.41	5.04	5.83
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	-235	109	0	0	0	P/E	25.86	29.28	20.86	15.92	12.77
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	3.15	3.02	2.69	2.35	2.03
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	11.77	11.34	10.94	8.54	6.63
现金净增加额	303	34	1277	949	1856						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期货期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 100033
电话: 010-66554070
传真: 010-66554008

邮编: 200082
电话: 021-25102800
传真: 021-25102881

邮编: 518038
电话: 0755-83239601
传真: 0755-23824526