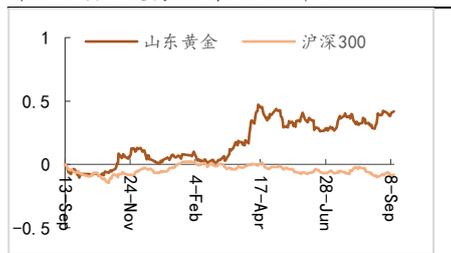


评级： 买入

吴轩
有色行业首席分析师
SAC 执证编号: S0110521120001
wuxuan123@sczq.com.cn
电话: 021-58820297

刘崇娜
有色行业研究助理
liuchongna@sczq.com.cn
电话: 010-81152687

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	26.24
一年内最高/最低价 (元)	27.53/16.51
市盈率 (当前)	74.78
市净率 (当前)	5.00
总股本 (亿股)	44.73
总市值 (亿元)	1,173.83

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 金价上涨 Q1 利润高增 稳外拓内未来可期
-
-

核心观点

- **金价上行, 2023H1 利润高增长。**2023 年上半年公司实现营业收入 274.25 亿元, 同比-8.05%; 实现归母净利润 8.80 亿元, 同比 58.26%; 扣非后归母净利润为 8.82 亿元, 同比 44.42%。其中, 二季度实现营业收入 143.27 亿元, 同比-12.35%; 实现归母净利润 4.41 亿元, 同比 83%; 扣非后归母净利润为 4.42 亿元, 同比 62.25%。上海黄金交易所 Au(T+D) 上半年结算均价为 433.75 元/克, 同比增长 10.71%。
- **内生外延, 资源量显著提升。**公司采取“内外联动, 跨越提升”的思路, 对内不断加大探矿力度, 对外积极开展资源并购。上半年成功竞得甘肃大桥金矿采矿权, 7 月完成对国内黄金行业排名前十的银泰黄金控制权的收购, 合计持有银泰黄金 6.41 亿股股份, 占银泰黄金总股本的 23.099%。截止 2022 年末银泰黄金资源量中金金属量 173.9 吨。焦家金矿、金洲公司、玲珑金矿、三山岛金矿通过探矿分别新增金金属量 3.58 吨、2.5 吨、1.85 吨和 1.07 吨。控股股东下属公司探获巨型金矿, 西岭金矿探矿权范围内新增金金属量约 200 吨, 未来西岭金矿探矿权将按照程序注入上市公司, 注入后将进一步提升公司资源量。
- **重点项目加速推进, 产量具备高速增长空间。**上半年公司完成矿产金产量 19.57 吨, 占全国矿产金的 13.98%, 继续保持国内黄金行业领先地位。公司全力提速重点项目建设, 加快焦家金矿等 14 个矿业权资源整合及统一开发项目, 投产后矿产金年产能可达到 18.85 吨。三山岛副井工程井筒掘进累计完成 1035 米, 完成井筒设计深度 (1915 米) 的 54%, 焦家金矿明混合井工程、朱郭李家主井工程、朱郭李家副井工程进展顺利。加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼矿山选厂建设详细设计工作持续进行, 长周期设备已全部完成采购, 正处于制造阶段, 场平工作即将完成, 矿山辅助工程按计划正常推进。加纳卡蒂诺金矿达产后预计可年产黄金 8.9 吨。
- **美联储加息接近尾声, 继续看多金价。**美国通胀水平显著走低, 劳动力市场出现放缓迹象, 且加息对经济影响存在滞后, 因此美联储加息进入尾声, 且有望启动降息。在降息周期, 名义利率下降速度往往快于通胀预期, 实际利率走低, 黄金价格预计将进一步走高, 公司将显著受益于金价上行。
- **投资建议:** 内生外延战略下, 公司未来矿产金产量及资源量具备可持续增长潜力。美联储加息进程处于尾声, 且有望启动降息, 趋势性看多黄金价格。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 553.94/574.17/613.66 亿元, 归母净利润分别为 22.29/29.17/38.57 亿元, EPS 分别为 0.50/0.65/0.86 元/股。维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 金价大幅回落, 项目进度不及预期, 产量不及预期

盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	503.06	553.94	574.17	613.66
营收增速 (%)	48.24%	10.11%	3.65%	6.88%
净利润 (亿元)	12.46	22.29	29.17	38.57
净利润增速 (%)	不适用	78.95%	30.84%	32.20%
EPS(元/股)	0.20	0.50	0.65	0.86
PE	130.15	52.23	39.92	30.19

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	21,475.25	22,495.18	26,316.43	28,427.26	经营活动现金流	2971.78	6893.29	8995.63	6947.12
现金	9,634.31	11,078.71	14,354.15	16,568.71	净利润	1423.43	2229.48	2917.16	3856.58
应收账款	141.18	244.07	155.25	271.54	折旧摊销	3161.04	3184.89	3359.62	3518.08
其它应收款	2,698.83	2,698.83	2,698.83	2,698.83	财务费用	719.70	1153.01	1195.12	1277.32
预付账款	824.45	1,449.72	863.69	1,551.85	投资损失	-24.44	0.00	0.00	0.00
存货	4,092.28	2,988.29	4,214.43	3,306.25	营运资金变动	-2401.90	8.14	1163.18	-2181.51
其他	1,070.18	1,070.18	1,070.18	1,070.18	其它	93.94	317.77	360.55	476.66
非流动资产	69,246.39	68,456.53	67,491.95	66,378.08	投资活动现金流	-5250.68	-2410.02	-2410.02	-2410.02
长期投资	1,988.90	1,988.90	1,988.90	1,988.90	资本支出	1391.00	2710.02	2710.02	2710.02
固定资产	30,711.71	32,266.38	33,181.51	33,612.82	长期投资	-125.94	0.00	0.00	0.00
无形资产	19,379.43	18,599.25	17,819.08	17,038.90	其他	-6515.74	-5120.05	-5120.05	-5120.05
其他	7,676.57	7,676.57	7,676.57	7,676.57	筹资活动现金流	5461.81	-3038.86	-3310.17	-2322.53
资产总计	90,721.64	90,951.71	93,808.38	94,805.34	短期借款	830.53	11780.60	1928.33	2246.65
流动负债	34,660.61	46,009.88	49,632.22	49,587.82	长期借款	8208.67	-3038.86	-3310.17	-2322.53
短期借款	6,614.23	18,394.83	20,323.16	22,569.80	其他	-3577.39	-11780.60	-1928.33	-2246.65
应付账款	3,841.35	3,239.14	3,295.02	3,440.48	现金净增加额	3182.91	1444.41	3275.43	2214.57
其他	4,013.20	4,013.20	4,013.20	4,013.20					
非流动负债	19,364.56	16,325.70	13,015.53	10,693.00	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	13,548.31	10,509.45	7,199.28	4,876.74	成长能力				
其他	5,816.26	5,816.26	5,816.26	5,816.26	营业收入	48.24%	10.11%	3.65%	6.88%
负债合计	54,025.17	62,335.58	62,647.75	60,280.82	营业利润	2969.64%	75.36%	27.93%	31.55%
少数股东权益	3,819.43	4,137.20	4,497.75	4,974.40	归属母公司净利润	-743.23%	78.95%	30.84%	32.20%
归属母公司股东权益	32,877.04	24,478.93	26,662.88	29,550.12	获利能力				
负债和股东权益	90,721.64	90,951.71	93,808.38	94,805.34	毛利率	14.10%	16.08%	17.64%	19.54%
					净利率	2.48%	4.02%	5.08%	6.28%
					ROE	7.95%	8.90%	10.52%	12.55%
利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	ROIC	7.79%	9.27%	11.57%	15.54%
营业收入	50,305.75	55,393.57	57,416.59	61,365.60	偿债能力				
营业成本	43,212.02	46,485.05	47,287.00	49,374.49	资产负债率	59.55%	68.54%	66.78%	63.58%
营业税金及附加	822.07	905.22	938.28	1,002.81	净负债比率	78.32%	82.40%	69.66%	58.29%
营业费用	176.42	194.26	201.36	215.21	流动比率	0.62	0.49	0.53	0.57
研发费用	399.57	439.98	456.05	487.41	速动比率	0.50	0.42	0.45	0.51
管理费用	2,315.72	2,549.93	2,643.06	2,824.84	营运能力				
财务费用	1,047.11	1,153.01	1,195.12	1,277.32	总资产周转率	0.60	0.61	0.62	0.65
资产减值损失	-0.57	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	387.83	287.57	287.57	287.57
公允价值变动收益	-209.07	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	14.41	15.65	17.57	18.22
投资净收益	78.21	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业利润	2,102.07	3,686.13	4,715.73	6,203.53	每股收益	0.20	0.50	0.65	0.86
营业外收入	11.04	11.04	11.04	11.04	每股经营现金	0.66	1.54	2.01	1.55
营业外支出	106.73	106.73	106.73	106.73	每股净资产	5.13	5.47	5.96	6.61
利润总额	2,006.38	3,590.44	4,620.04	6,107.84	估值比率				
所得税	582.94	1,043.19	1,342.33	1,774.61	P/E	130.15	52.23	39.92	30.19
净利润	1,423.43	2,547.25	3,277.71	4,333.23	P/B	5.08	4.76	4.37	3.94
少数股东损益	177.57	317.77	360.55	476.66					
归属母公司净利润	1,245.86	2,229.48	2,917.16	3,856.58					
EBITDA	6,420.87	8,024.03	9,270.47	10,998.93					
EPS(元)	0.20	0.50	0.65	0.86					

分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021年12月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业研究助理，FRM，2022年5月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现