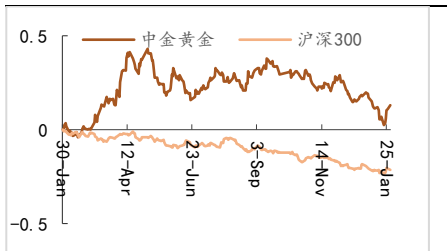


评级： 买入

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

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)	9.55
一年内最高/最低价 (元)	12.49/7.98
市盈率 (当前)	17.63
市净率 (当前)	1.86
总股本 (亿股)	48.47
总市值 (亿元)	462.92

资料来源: 聚源数据

核心观点

- **金价格走高, 2023 年利润高增。**公司预计 2023 年实现归母净利润 (追溯调整后) 同比增加 5.88-10.84 亿元至 27.83-29.8 亿元, 同比增长 31.01%-57.21%; 扣非后归母净利润同比增加 5.2-10.17 亿元, 同比增长 26.43%-51.65%。公司抓住金价上涨有利时机, 科学组织生产经营, 进一步降本增效, 利润出现明显增长。2023 年上海金交所黄金均价同比增长 14.7%至 449.91 元/克。
- **集团优质资产注入稳步推进, 公司成长性可期。**公司为国内黄金行业唯一一家央企控股上市公司, 控股股东矿产资源丰富。为避免同业竞争, 集团资产注入上市公司有序推进。2023 年一季度公司收购集团内蒙古金陶 39%股权; 公司拟收购集团持有的莱州中金 100%股权, 进而间接控股莱州汇金矿业投资有限公司, 该公司拥有沙岭金矿采矿权, 保有黄金资源储量 372.06 吨, 显著丰厚公司黄金资源量。沙岭金矿建设进展顺利, 预计 2025 年投产, 达产后年产金 10 吨。
- **美联储降息周期金价易涨难跌, 供给约束及低库存提振铜价。**美国通胀加速回落, 就业市场放缓, 加息对经济影响存在滞后性, 2024 年美联储有望启动降息。降息周期, 美债收益率下行速度将快于通胀预期回落速度, 美国国债实际收益率筑顶回落, 金价往往涨多跌少。铜矿生产高干扰造成产量持续不及预期, 供给约束及持续低库存下, 铜价预计保持高位运行。
- **投资建议:**公司是黄金行业头部企业, 集团资产注入为公司赋能。美联储降息在即金价有望继续上行, 供给约束及低库存下铜价有望保持高位。预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 596.76/657.04/699.09 亿元, 归母净利润分别为 28.62/34.00/36.11 亿元, 对应 EPS 分别为 0.59 /0.70/0.74。维持公司“买入”评级。
- **风险提示:**金价大幅下跌, 铜价大幅下跌, 项目进度不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	571.51	596.76	657.04	699.09
营收增速 (%)	1.87%	4.42%	10.10%	6.40%
归母净利润 (亿元)	21.17	28.62	34.00	36.11
归母净利润增速 (%)	24.70%	35.17%	18.79%	6.22%
EPS (元/股)	0.44	0.59	0.70	0.74
PE	21.70	16.18	13.62	12.82

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	22,939.50	26,184.41	32,032.00	37,025.39	经营活动现金流	5677.20	5126.71	5755.12	7168.54				
现金	9,861.74	11,935.25	16,426.04	20,972.75	净利润	2501.27	2861.77	3399.58	3611.20				
应收账款	59.04	111.61	76.28	123.63	折旧摊销	2218.55	1848.13	1964.11	2079.75				
其它应收款	551.37	551.37	551.37	551.37	财务费用	505.36	459.51	505.92	538.30				
预付账款	565.85	660.53	686.73	746.95	投资损失	-166.44	0.00	0.00	0.00				
存货	11,621.45	12,642.53	14,013.14	14,352.26	营运资金变动	384.15	-561.92	-534.67	492.96				
其他	278.43	278.43	278.43	278.43	其它	234.31	519.23	420.17	446.33				
非流动资产	25,702.81	25,647.50	25,476.21	25,189.27	投资活动现金流	-946.87	-2297.07	-2297.07	-2297.07				
长期投资	895.85	895.85	895.85	895.85	资本支出	-736.40	2597.07	2597.07	2597.07				
固定资产	15,145.47	15,792.21	16,313.30	16,711.98	长期投资	-21.83	0.00	0.00	0.00				
无形资产	4,507.85	4,342.26	4,176.66	4,011.07	其他	-188.64	-4894.14	-4894.14	-4894.14				
其他	2,085.95	2,085.95	2,085.95	2,085.95	筹资活动现金流	-2453.98	-756.13	1032.74	-324.76				
资产总计	48,642.31	51,831.90	57,508.20	62,214.67	短期借款	-938.59	3213.90	2693.09	2861.62				
流动负债	17,252.61	20,571.73	23,582.70	26,879.73	长期借款	-1894.81	-756.13	0.00	-324.76				
短期借款	8,629.22	11,843.13	14,536.22	17,397.84	其他	379.41	-3213.90	-1660.35	-2861.62				
应付账款	2,966.23	2,926.54	3,215.01	3,421.22	现金净增加额	2276.34	2073.51	4490.79	4546.71				
其他	1,178.04	1,178.04	1,178.04	1,178.04									
非流动负债	3,386.52	2,630.39	2,630.39	2,305.62	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E				
长期借款	2,099.55	1,343.42	1,343.42	1,018.65	成长能力								
其他	1,286.97	1,286.97	1,286.97	1,286.97	营业收入	1.87%	4.42%	10.10%	6.40%				
负债合计	20,639.12	23,202.11	26,213.09	29,185.35	营业利润	10.84%	43.50%	13.06%	6.26%				
少数股东权益	2,128.27	2,647.50	3,067.67	3,514.00	归属母公司净利润	24.70%	35.17%	18.79%	6.22%				
归属母公司股东权益	25,874.92	25,982.29	28,227.44	29,515.32	获利能力								
负债和股东权益	48,642.31	51,831.90	57,508.20	62,214.67	毛利率	11.71%	13.31%	13.51%	13.49%				
					净利率	3.70%	4.80%	5.17%	5.17%				
					ROE	8.93%	11.81%	12.21%	12.28%				
					ROIC	9.36%	13.06%	13.98%	14.21%				
					偿债能力								
					资产负债率	42.43%	44.76%	45.58%	46.91%				
					净负债比率	-4.21%	-11.10%	-16.44%	-28.21%				
					流动比率	1.33	1.27	1.36	1.38				
					速动比率	0.66	0.66	0.76	0.84				
					营运能力								
					总资产周转率	1.19	1.19	1.20	1.17				
					应收账款周转率	699.42	699.42	699.42	699.42				
					应付账款周转率	20.02	20.25	21.40	21.07				
					每股指标(元)								
					每股收益	0.44	0.59	0.70	0.74				
					每股经营现金	1.17	1.06	1.19	1.48				
					每股净资产	5.34	5.36	5.82	6.09				
					估值比率								
					P/E	21.70	16.18	13.62	12.82				
					P/B	1.79	1.78	1.64	1.57				
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E									
营业收入	57,150.95	59,676.25	65,704.17	69,909.17									
营业成本	50,458.73	51,731.31	56,830.44	60,475.63									
营业税金及附加	770.61	804.66	885.94	942.64									
营业费用	89.34	83.55	91.99	97.87									
研发费用	660.45	644.50	709.61	755.02									
管理费用	1,842.95	1,599.32	1,760.87	1,873.57									
财务费用	430.66	459.51	505.92	538.30									
资产减值损失	-83.54	-20.00	-20.00	-20.00									
公允价值变动收益	-36.02	0.00	0.00	0.00									
投资净收益	166.44	0.00	0.00	0.00									
营业利润	3,019.75	4,333.40	4,899.41	5,206.15									
营业外收入	135.23	135.23	135.23	135.23									
营业外支出	107.03	107.03	107.03	107.03									
利润总额	3,047.95	4,361.60	4,927.61	5,234.35									
所得税	546.68	980.60	1,107.86	1,176.82									
净利润	2,501.27	3,381.00	3,819.75	4,057.53									
少数股东损益	384.13	519.23	420.17	446.33									
归属母公司净利润	2,117.14	2,861.77	3,399.58	3,611.20									
EBITDA	5,180.33	6,641.04	7,369.44	7,824.20									
EPS (元)	0.44	0.59	0.70	0.74									

分析師簡介

吳軒，金融碩士，曾就職於長城證券。2021年12月加入首創證券，負責有色金屬板塊研究。

劉崇娜，有色行業助理研究員，FRM，2022年5月加入首創證券。

分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）製作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

評級說明

	評級	說明
1. 投資建議的比較標準		
投資評級分為股票評級和行業評級		
以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準	股票投資評級	買入 相對滬深300指數漲幅15%以上
		增持 相對滬深300指數漲幅5%-15%之間
		中性 相對滬深300指數漲幅-5%-5%之間
		減持 相對滬深300指數跌幅5%以上
2. 投資建議的評級標準	行業投資評級	
報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準		看好 行業超越整體市場表現
		中性 行業與整體市場表現基本持平
		看淡 行業弱於整體市場表現