

株冶集团 (600961.SH) 采选冶一体化转型，贵金属新贵初长成

2024年03月11日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

日期	2024/3/8
当前股价(元)	11.14
一年最高最低(元)	11.73/7.25
总市值(亿元)	119.52
流通市值(亿元)	83.75
总股本(亿股)	10.73
流通股本(亿股)	7.52
近3个月换手率(%)	152.03

● 公司新增贵金属业务、实现采选冶一体化转型

公司原为锌冶炼龙头，水口山有限注入后，从冶炼企业转型为采选冶一体化企业。同时，公司新增黄金、白银业务，我们预计2023年公司生产金锭3.3吨，白银305吨，2024年公司技改项目达产，铅锌矿产量有望进一步提升。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为6.79、7.69、8.80亿元，EPS分别为0.63、0.72、0.82元；对应2024年3月8日收盘价的PE分别为17.6、15.5、13.6倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 变化：公司背靠五矿集团，吸收集团资产，经营业绩稳步向好

公司控股股东为水口山集团，为五矿集团全资子公司，实控人为国资委。2023年Q1收购集团下属水口山有限100%股权，增强公司盈利能力，2023年Q1-3公司归母净利润5.31亿元，同比+25.43%，经营业绩稳步向好。同时，公司作为五矿集团下属上市公司，资源整合潜力较大。

● 基本盘：公司是国内锌产品冶炼龙头，成本优势领先

公司是我国锌冶炼龙头，锌产品的总产能为68万吨，其中锌冶炼产能30万吨、锌基合金深加工产能38万吨，位居全国首位，2022年公司锌产量65万吨。公司锌产品成本优势，2022年锌产品单吨成本1.89万元，处于行业领先水平。

● 增长点：水口山有限资源禀赋优异，黄金盈利强劲

水口山有限拥有2宗采矿权和3宗探矿权。截至2021年8月底，水口山铅锌矿保有矿石量1597.80万吨，铅金属量45.07万吨、锌金属量50.09万吨、金金属量41.9吨、银金属量1333吨，公司拥有80万吨铅锌铜采选、10万吨铅冶炼、8.26吨金锭、609吨银锭的年生产能力。预计正常生产年份可自产2.0吨黄金、68吨白银，其余原料均为外购矿阳极泥，2021年金锭、银锭毛利率分别达到33.69%、20.76%，贵金属盈利能力较强。公司80万吨采选产能目前处于技改阶段，预计2025年可满产，为公司带来矿产增量。

● 风险提示：产能释放不及预期；产品价格波动风险；美联储货币政策波动风险。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,472	15,677	21,828	22,863	23,732
YOY(%)	11.6	-4.8	39.2	4.7	3.8
归母净利润(百万元)	164	56	679	769	880
YOY(%)	3.2	-65.7	1107.3	13.3	14.5
毛利率(%)	4.7	4.2	8.8	9.7	10.5
净利率(%)	1.0	0.4	3.1	3.4	3.7
ROE(%)	27.8	5.1	26.4	23.5	22.5
EPS(摊薄/元)	0.15	0.05	0.63	0.72	0.82
P/E(倍)	72.9	212.6	17.6	15.5	13.6
P/B(倍)	-9.4	-112.8	20.9	8.9	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 锌冶炼龙头，扩增贵金属及铅锌矿采选业务.....	3
1.1、 锌冶炼龙头，背靠五矿集团	3
1.2、 业绩稳定发展，贵金属业务增厚盈利水平.....	4
2、 转型采选冶一体化公司，水口山有限注入新活力	6
2.1、 贵金属资源优势提升，开拓全新赛道.....	6
2.2、 锌产品业务盈利稳定，成本优势领先.....	7
3、 盈利预测、估值与投资建议	9
3.1、 盈利预测与业务拆分	9
3.2、 估值分析与投资建议	11
4、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1： 公司成功转型采选冶一体化	3
图 2： 公司实际控制人为国资委（截至 2023 年 Q3）	4
图 3： 2023Q1-3 公司实现营业收入 148.1 亿元，同比下降 8.02%	4
图 4： 2023Q1-3 公司实现归母净利润 5.31 亿元，同比增长 25.43%	4
图 5： 公司 2023H1 产品营收金银铂占比明显.....	5
图 6： 2022 年公司主要由锌产品业务贡献毛利.....	5
图 7： 2023Q1-3 管理费因设备大修出现较明显增长	5
图 8： 公司在同行业中费用管控精细	5
图 9： 资产负债率持续下降	6
图 10： 经营性现金流净额增加	6
图 11： 2021 年水口山铅锌矿采出矿量 67.19 万吨.....	8
图 12： 2021 年水口山铅产品产量 10.78 万吨、锌精矿 1.87 万吨.....	8
图 13： 公司近年锌和锌合金产量在 65 万吨左右.....	9
图 14： 公司近年硫酸产量在 55 万吨左右	9
图 15： 2022 年公司锌成本处于同行业中领先水平.....	9
表 1： 水口山矿山资源储量及品位	7
表 2： 分业务收入拆分	10
表 3： 公司估值低于行业平均水平	11

1、 锌冶炼龙头， 扩增贵金属及铅锌矿采选业务

1.1、 锌冶炼龙头， 背靠五矿集团

株冶冶炼集团股份有限公司成立于1956年6月。2004年8月13日，公司在A股上市。公司主要生产锌及其合金等，拥有的“火炬”牌商标为“中国驰名商标”，并多次荣获“全国用户满意企业”称号。

2010年中国五矿通过增资扩股及战略重组，成为公司最终控制人。2023年株冶集团完成了重大资产重组，收购水口山有色金属责任有限公司100%股权，至此公司正式拥有了独立的铅锌矿山资源，进一步丰富了产业链和产品种类，市场地位和盈利能力将大幅提升。

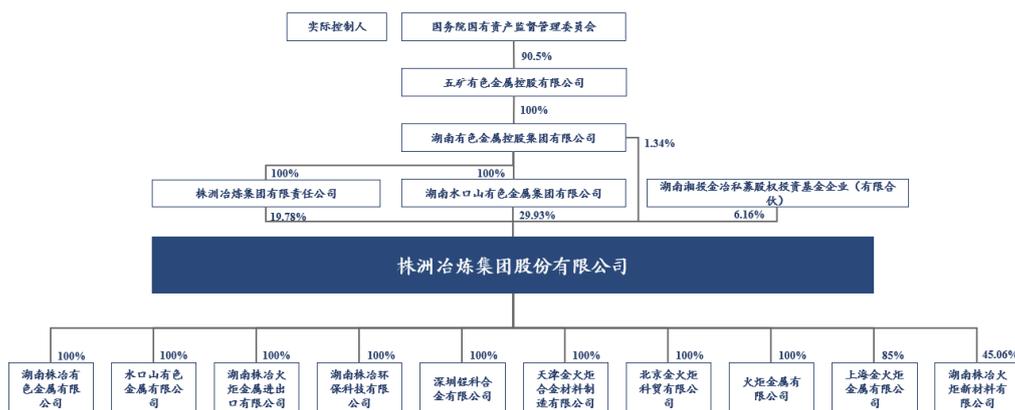
图1：公司成功转型采选冶一体化



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司控股股东变更为湖南水口山有色金属集团有限公司(简称“水口山集团”)，实际控制人为国资委。水口山集团为中国五矿集团下属子公司，五矿集团共有8家上市子公司，分别为中国中冶(601618.SH、1618.HK)、五矿资本(600390.SH)、五矿发展(600058.SH)、中钨高新(000657.SZ)、株冶集团(600961.SH)、长远锂科(688779.SH)、五矿资源(1208.HK)、五矿地产(0230.HK)，覆盖了金属矿产、冶金建设、贸易物流、金融地产等多个领域。

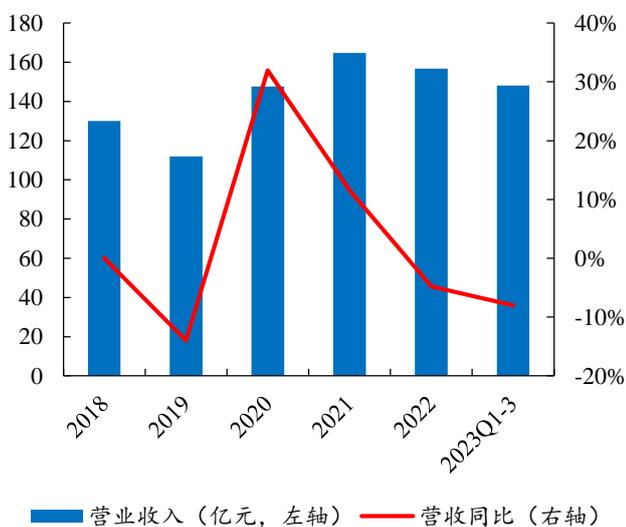
株冶集团目前拥有水口山有色金属有限责任公司、湖南株冶有色金属有限公司等主要子公司，其中水口山有限主营业务为铅、金、银采选冶，并拥有采矿权；株冶有色主营业务为锌产品冶炼。

图2：公司实际控制人为国资委（截至 2023 年 Q3）


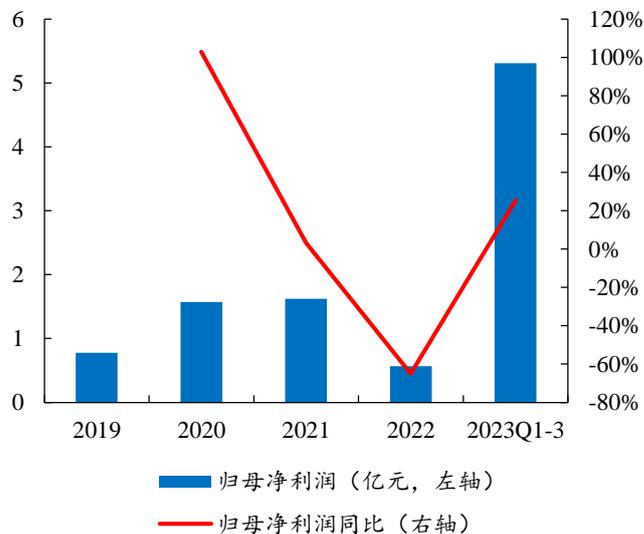
资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、业绩稳定发展，贵金属业务增厚盈利水平

2023 年 Q1-3 公司实现营业收入 148.1 亿元，同比下降 8.02%，主要原因在于产品价格的下跌；实现归母净利润 5.31 亿元，同比增长 25.43%，主要原因在于三季度以来市场加工费同比上升，影响归属于上市公司股东净利润同比上升。**2018-2022 年营收年复合增长率 4.78%**，经营业绩持续向好。

图3：2023Q1-3 公司实现营业收入 148.1 亿元，同比下降 8.02%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1-3 公司实现归母净利润 5.31 亿元，同比增长 25.43%


数据来源：Wind、开源证券研究所

锌产品贡献主要营收，黄金贡献主要利润。在收购水口山有限之前，公司主要产品有锌产品，自营贸易，铅产品等。2022 年公司由锌产品业务贡献主要营收和毛利，贡献比例分别为 79.79% 营收和 57.16% 毛利。2023 年公司对水口山并表之后，金银铤对公司利润增厚效果显著。自 2020 年以来，公司自营贸易的营收占比逐步走低，2022 年自营贸易对毛利的贡献仅为 0.79%。

在收购水口山有限之后，公司积极开展金铤和银铤的相关业务。根据收购公告，水口山有限黄金毛利率较高，2020 年、2021 年黄金毛利率分别达到 38.98%、33.69%。

由 2023 半年度报告可得，公司金锭、银锭产品分别贡献了 6.02%、6.54% 的营收，后续盈利增长空间可期。

图5：公司 2023H1 产品营收金银锭占比明显

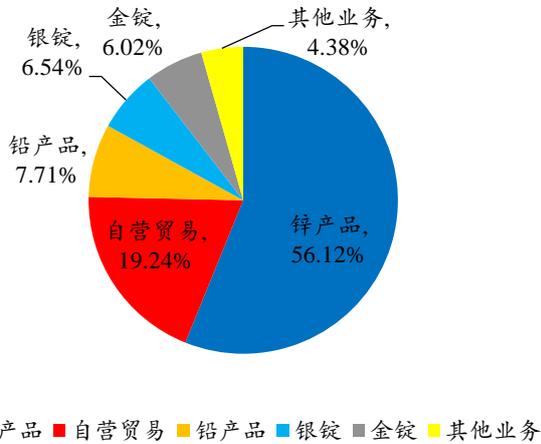
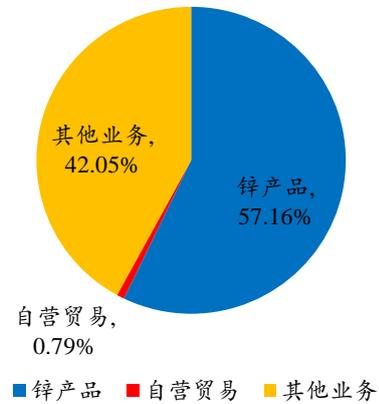


图6：2022 年公司主要由锌产品业务贡献毛利



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

降本增效效果显著，三费费率显著下降。公司将成本管控作为一项长期的重点任务，大力推行提质增效。2022 年公司销售费率 0.13%，同比上升 0.02pct，主要是公司为应对市场变化，实施经营改革，进行销售集中管理，加大新合金产品市场拓展力度，导致的营销费用增加；管理费率为 1.37%、同比上升 0.10pct，主要是部分设备进入大修周期，维修费用略有增加；财务费率 0.80%，同比下降 0.01pct，主要降低了计息负债规模，同时融资成本同比下降，减少了利息支出；三费费率 2.31%，同比上升 0.11pct。2023Q1-3 公司的销售费率和财务费率维持下降趋势，管理费费率因设备进入大修周期出现较为明显的增长。与同行业相比，公司费用管控精细。

图7：2023Q1-3 管理费费率因设备大修出现较明显增长

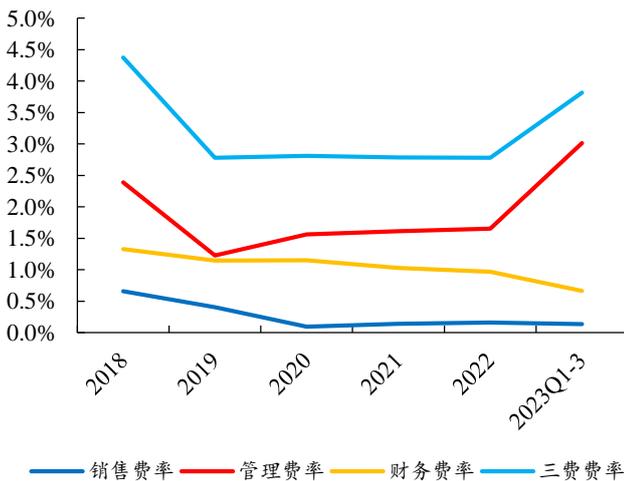
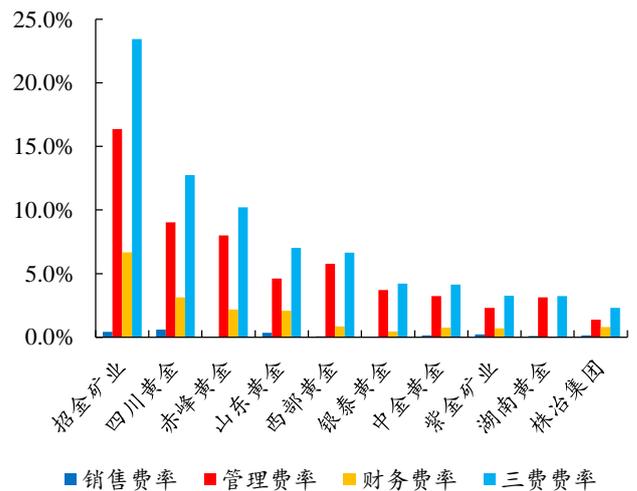


图8：公司在同行业中费用管控精细

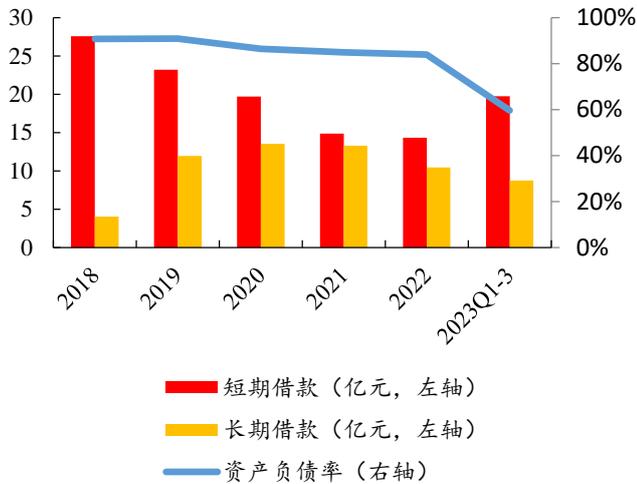
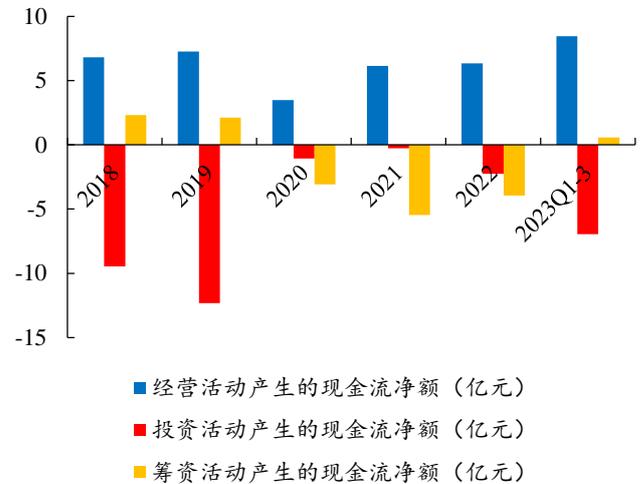


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司资本结构稳健，资产负债率逐年下降。公司贷款以短期借款为主，2018 年至 2022 年间，资产负债率呈稳步下降趋势。2023Q1-3 公司资产负债率为 59.71%，同比下降了 23.72pct，主要原因系公司于 2023 年进行了重大资产重组，总资产和净资产规模同步增加，进一步优化了公司资本结构，有效降低财务费用比率，提高公

公司的盈利能力、持续经营能力和抗风险能力。

图9：资产负债率持续下降

图10：经营性现金流净额增加


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、转型采选冶一体化公司，水口山有限注入新活力

2.1、贵金属资源优势提升，开拓全新赛道

水口山铅锌矿资源禀赋较好，伴生金银品位较高。水口山有限拥有 2 宗采矿权，分别为水口山铅锌矿采矿权、柏坊铜矿采矿权。其控股子公司铅都盟山目前拥有 3 宗探矿权，分别为湖南省常宁市水口山矿田新盟山金铅锌矿普查探矿权、湖南省常宁市水口山矿区岩子岭-马王塘矿段铅锌银铜矿普查探矿权、湖南省常宁市蓬塘乡复兴林场矿区铅锌矿普查探矿权，目前均处于普查阶段。

从生产能力上来看，公司目前拥有 80 万吨铅锌铜采选、10 万吨铅冶炼、8.26 吨黄金、609 吨白银的年生产能力。从经营产品上来看，公司主要经营铅、锌、金、银等多种有色金属和有色化工系列产品。从矿产资源端来看，水口山铅锌矿位于湖南省常宁市，整体综合价值排名全省前列，目前主要包括水口山铅锌矿 3 个矿段和柏坊铜矿：

康家湾矿段：截至 2021 年 8 月 31 日，矿石量小计 1,280.80 万吨，金金属量 39.76 吨，平均品位 3.10g/t，银金属量 1,321.40 吨，平均品位 103.17g/t。

老鸦巢矿段：截至 2021 年 8 月 31 日，矿石量小计 69.20 万吨，金金属量 2.11 吨，平均品位 3.05g/t，银金属量 12.43 吨，平均品位 17.96g/t，铜金属量 349 吨、平均品位 0.05%。

鸭公塘矿段：截至 2021 年 8 月 31 日，矿石量小计 247.80 万吨，铜金属量 0.94 万吨，平均品位 0.38%，硫矿物量 57.22 万吨、平均品位 23.09%。

柏坊铜矿：截至 2021 年 12 月底，保有资源量矿石量 32.80 万吨，铜金属量 4977.00 吨，平均品位 1.52%，银金属量 5.00 吨，平均品位 15.24 g/t。

表1: 水口山矿山资源储量及品位

项目	矿石量 (万吨)	保有资源量					
		铅品位	锌品位	金品位 (g/t)	银品位 (g/t)	铜品位	
康家湾矿段	1,280.80	3.43%	3.47%	3.10	103.17	-	
铅锌矿	老鸦巢矿段	69.20	0.13%	0.39%	3.05	17.96	0.05%
	鸭公塘矿段	247.80	0.43%	2.17%	-	-	0.38%
柏坊铜矿	32.80	-	-	-	15.24	1.52%	

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (柏坊铜矿数据截至 2021 年 12 月底, 其余矿段数据截至 2021 年 8 月 31 日)

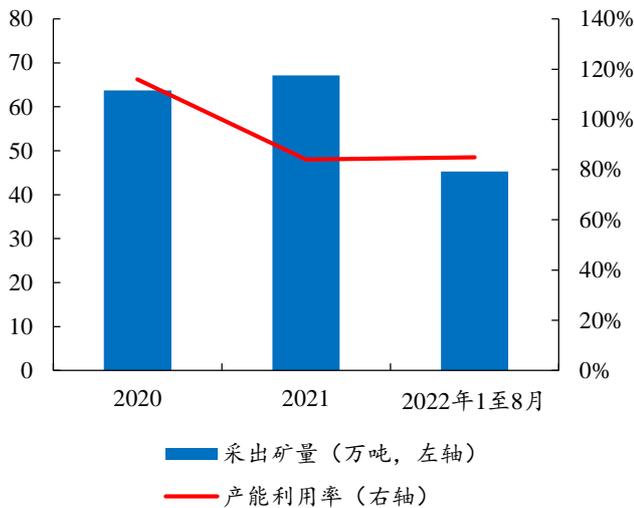
公司新增贵金属产品, 盈利能力得到显著抬升。自 2018 年底公司进行了全面搬迁整改之后, 铅锌业务盈利逐步趋于稳定。随着 2023 年公司完成了对水口山有限公司的重大资产重组, 除了使公司顺利转型采选冶一体化之后, 还为公司开辟了全新的黄金白银产品赛道, 赋予公司黄金股属性。

金锭设计产能达 8.26 吨/年, 银锭设计产能 609.32 吨/年。水口山有限通过对自产的阳极泥以及金信铅业和五矿铜业产出的部分阳极泥实施综合回收, 产出副产品黄金和白银。由 2023 半年报可得, 上半年公司金锭产量为 1.45 吨, 银锭为 145 吨。根据收购公告, 水口山有限黄金毛利率较高, 2020 年、2021 年黄金毛利率分别达到 38.98%、33.69%。2020 年、2021 年银锭毛利率分别达到 22.48%、20.76%, 水口山有限白银产品原料自给率约为 17% 左右。2020、2021 年水口山有限分别生产黄金 1.05、1.14 吨, 产能利用率分别为 12.71%、13.80%。2020、2021 年水口山有限分别生产白银 269.71、236.92 吨, 产能利用率分别为 44.26%、38.88%。当前公司金银产能利用率较低, 产量均具有一定的上升空间。

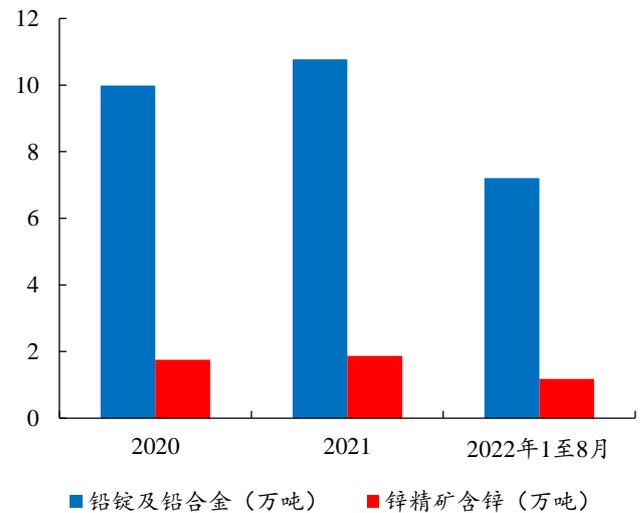
水口山有限自产黄金产能 2.0 吨/年左右, 自产白银 68 吨左右。水口山矿山的采矿许可证载明的生产规模为 80 万吨/年, 其中康家湾矿区 70 万吨/年、老鸦巢矿区 10 万吨/年。目前, 康家湾矿区处在技改期, 年产能 55 万吨 (产能利用率 78.6%), 预计 2024 年完成技改后达到每年 70 万吨的生产规模。按照 80 万吨/年选矿量、3.00 克/吨金品位、100 克/吨白银品位、85% 综合选冶回收率计算, 公司正常生产年份可自产 2.0 吨黄金、68 吨白银, 预计随着采选规模的扩大, 公司产金量将得到一定提升。锌产品业务盈利稳定, 成本优势领先

2.2、锌产品业务盈利稳定, 成本优势领先

转型采选冶一体化公司, 抗风险能力显著增强。公司目前共拥有约 80 万吨铅锌铜采选能力。根据湖南省自然资源厅备案的《水口山铅锌矿资源储量核实报告》, 截至 2021 年 8 月底, 水口山铅锌矿采矿权保有的矿石总量为 1597.80 万吨, 含铅金属量为 45.07 万吨、锌金属量为 50.09 万吨、金金属量 41.9 吨、银金属量 1333 吨。其中康家湾矿段铅锌品位均在 3% 以上, 属于国内资源禀赋较好的矿山。近年来, 水口山铅锌矿的产能利用率维持在 80% 左右, 根据公司公告, 2021 年水口山的矿产锌产量达到了 1.87 万吨。完成资产重组前, 公司无矿产资源, 冶炼业务受到锌精矿原料来源的制约较大。本次重组完成后, 水口山矿山资源的注入使得公司的原材料自给率得到了进一步提升, 受锌价影响减弱, 盈利能力及抗风险能力也随之增强。

图11：2021年水口山铅锌矿采出矿量67.19万吨


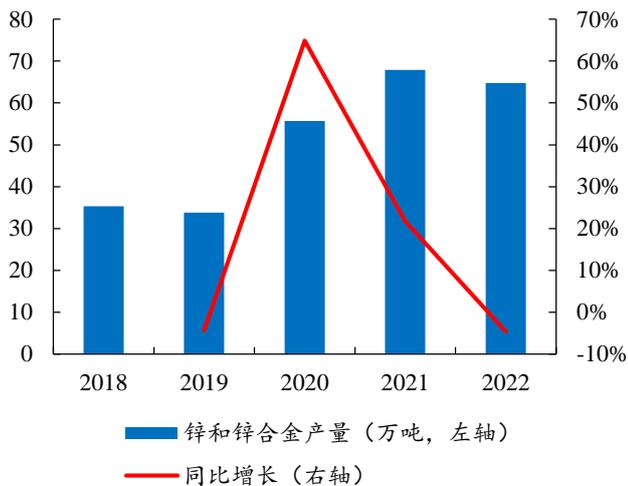
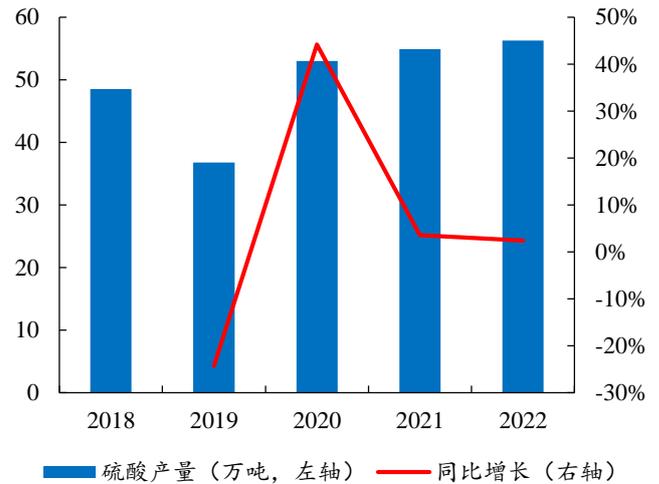
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2021年水口山铅产品产量10.78万吨、锌精矿1.87万吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司铅锌业务的行业份额稳固，是国内市场龙头。从冶炼产能水平来看，截至2023H1公司锌产品的总产能为68万吨，其中锌冶炼产能为30万吨、锌基合金深加工产能为38万吨，位居全国首位。公司主要产品“火炬牌”锌合金的市场占有率处于第一梯队。在业务拓展方面，公司与宝武、首钢等核心客户建立了战略合作伙伴关系，快速打开市场。并在行业内率先通过汽车行业的IATF16949体系认证，进一步巩固了公司产品的领先地位。此外，公司参与行业大部分标准制定，拥有较大的企业影响力与话语权。铅冶炼方面，公司拥有10万吨铅冶炼产能，自主研发的铅冶炼技术也处于业内领先水平。

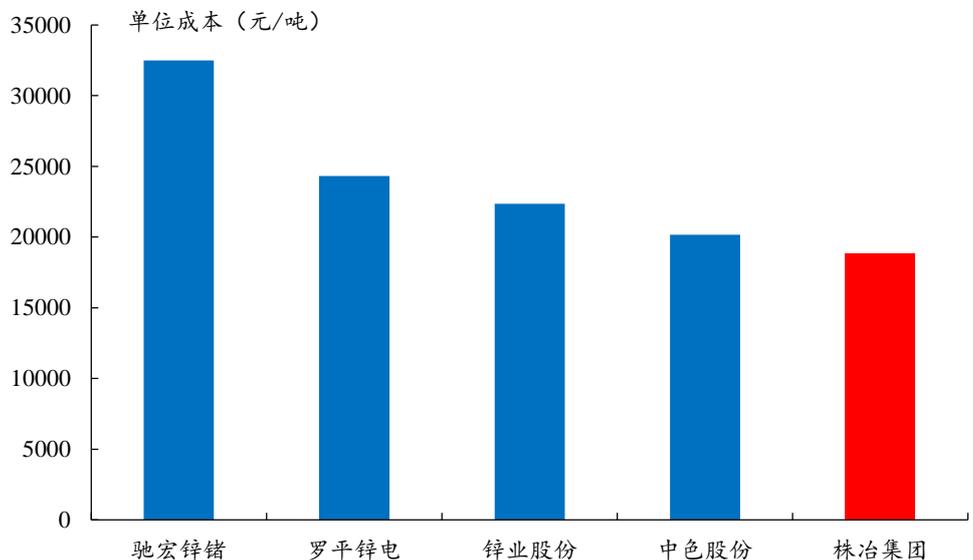
公司锌产品产能逐渐释放，短期产能规模趋于稳定。2018年底随着公司水口山工业园铜铅锌产业基地锌项目的顺利建成投产和清水塘基地冶炼产能的关停，公司达成了全面改革，专注于锌产品和副产硫酸的生产。2019年由于老生产基地的完全关停退出，原铅和稀贵系统的产品已经停止生产，且新生产基地尚处于试生产和爬坡阶段，导致锌和硫酸的产量均出现了下降。自2020年起，公司产能逐渐恢复。2020年，公司锌产品产量为55.7万吨，同比增长64.84%；硫酸产量为53万吨，同比增长44.15%。2021年公司产能完成了充分释放，全年锌产品产量为67.9万吨，同比增长21.82%；硫酸产量为54.9万吨，同比增长3.58%。自此以后，公司产能趋于稳定，2022年生产锌产品64.8万吨，硫酸56.3万吨。

图13: 公司近年锌和锌合金产量在 65 万吨左右

图14: 公司近年硫酸产量在 55 万吨左右


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司锌成本处于同行业中领跑水平。从成本角度来看,公司 2022 年锌和锌合金产品毛利率 3%, 单位成本为 1.89 万元, 其中原材料单吨成本为 1.68 万元, 加工单吨成本为 0.21 万元, 在锌行业整体都受到原材料成本上涨的影响时, 公司仍能保持一定的成本优势, 进而继续处于行业内的领先水平。

图15: 2022 年公司锌成本处于同行业中领先水平


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测、估值与投资建议

3.1、盈利预测与业务拆分

公司盈利预测基于以下几点关键假设:

(1) 黄金、白银业务。价格: 2024 年美国有望开启降息周期, 黄金价格有望实

现进一步上涨。我们假设 2023-2025 年黄金平均价格分别为 450、495、495 元/克、白银年均价分别为 5559、6115、6115 元/千克。产量：考虑到 2024 年公司技改带来的增量，公司金、银产量或将有所增长。我们假设 2023-2025 年公司年产金量分别为 3.3、3.5、3.7 吨左右，年产白银量分别为 305、335、366 吨左右。

(2) 锌精矿、锌及锌合金业务。价格：2024 年国债及地方债规模扩大，刺激经济复苏，基建投资或托举锌消费；供给端，锌矿公司利润过低，2024 年原料环境或整体偏紧，锌价或易涨难跌。我们假设 2023-2025 年锌平均价格分别为 21537、21968、22407 元/吨。产量：我们假设公司 2023-2025 年年产锌精矿分别为 12027、12268、12513 吨，锌锭及锌合金产量维持在 65 万吨左右。

(3) 铅锭及铅合金。价格：供给端，2024 年再生铅产能继续释放、库存持续累积，供应端或呈现宽松状态；需求端，2024 年汽车消费或增速放缓，电网用铅电池或为消费增长点，整体铅格有望震荡运行。我们假设 2023-2025 年铅平均价格分别为 15759、16232、16557 元/吨。产量：公司铅锭产能 3.98 万吨/年、铅合金产能 5.98 万吨/年，我们假设公司 2023-2025 年公司年产铅锭及铅合金 10.5、10.7、10.7 万吨。

表2：分业务收入拆分

单位：百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
锌产品	收入	11354	12508	12017	12207	12598
	成本	10895	12133	11366	11481	11597
	毛利	459	375	652	726	1001
	毛利率	4.04%	3.00%	5.42%	5.94%	7.94%
铅产品	收入	-	-	1575	1668	1697
	成本	-	-	1547	1607	1634
	毛利	-	-	28	62	63
	毛利率	-	-	1.80%	3.69%	3.70%
金锭	收入	-	-	1497	1734	1852
	成本	-	-	957	1107	1220
	毛利	-	-	540	627	631
	毛利率	-	-	36.08%	36.16%	34.10%
银锭	收入	-	-	1700	2057	2241
	成本	-	-	1414	1711	1903
	毛利	-	-	286	346	338
	毛利率	-	-	16.82%	16.83%	15.08%
自营贸易	收入	4009	2086	3420	3523	3629
	成本	3974	2081	3403	3505	3610
	毛利	34	5	17	18	18
	毛利率	0.85%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%
其他业务	收入	1110	1083	1618	1675	1715
	成本	831	807	1214	1235	1263
	毛利	279	276	405	441	452
	毛利率	25.14%	25.48%	25.00%	26.31%	26.37%
合计	收入	16472	15677	21828	22863	23732
	成本	15700	15021	19900	20645	21228
	毛利	772	656	1928	2218	2503

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	4.69%	4.18%	8.83%	9.70%	10.55%

数据来源：Wind、开源证券研究所

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 218.28、228.63、237.32 亿元，同比增速分别为 39.2%、4.7%、3.8%；归母净利润分别为 6.79、7.69、8.80 亿元，同比增速分别为 1107.3%、13.3%、14.5%。

3.2、估值分析与投资建议

我们选取主营业务为黄金开采和冶炼的山东黄金、银泰黄金、中金黄金，主营业务为铅锌冶炼的中金岭南、驰宏锌锗，主营业务为白银开采冶炼的盛达资源共 6 家 A 股上市公司作为可比公司，以 2024 年 3 月 8 日股价为基准，同业可比公司 2024、2025 年平均 PE 分别为 18.6、14.7 倍，公司 2024、2025 年 PE 分别为 15.5、13.6 倍，估值低于行业平均水平。

我们采取分部估值计算，得到公司总体市值位于 133-162 亿元之间较为合理。

黄金业务：我们预计 2024 年公司黄金业务实现 4.45 亿元净利润，按照黄金可比公司平均 PE 23-28 倍计算，黄金业务估值在 102-125 亿元左右。

白银业务：我们预计 2024 年公司白银业务实现 1.31 亿元净利润，按照白银可比公司 PE 17-20 倍计算，白银业务估值在 22-27 亿元左右。

铅锌业务：我们预计 2024 年公司铅锌冶炼业务实现 0.83 亿元净利润，按照铅锌可比公司平均 PE 11-13 倍计算，铅锌业务估值在 9-11 亿元左右。

综上，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.79、7.69、8.80 亿元，EPS 分别为 0.63、0.72、0.82 元；对应 2024 年 3 月 8 日收盘价的 PE 分别为 17.6、15.5、13.6 倍，考虑到公司技改完成后或带来矿产增量，受益于贵金属行情，公司利润将有进一步上升的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：公司估值低于行业平均水平

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600547.SH	山东黄金	1,134.01	12.46	23.84	32.62	43.76	91.0	47.6	34.8	25.9
000975.SZ	银泰黄金	464.27	11.24	15.15	18.74	20.11	41.3	30.6	24.8	23.1
600489.SH	中金黄金	569.07	21.17	29.03	33.19	35.10	26.9	19.6	17.1	16.2
	黄金可比公司平均 PE						53.1	32.6	25.6	21.7
000060.SZ	中金岭南	170.81	12.12	11.77	15.04	18.73	14.1	14.5	11.4	9.1
600497.SH	驰宏锌锗	274.93	6.70	20.64	22.87	26.63	41.1	13.3	12.0	10.3
	铅锌可比公司平均 PE						27.6	13.9	11.7	9.7
000603.SZ	盛达资源	69.07	3.65	3.63	3.74	5.42	18.9	19.0	18.5	12.8
	综合可比公司平均 PE						33.2	21.8	18.6	14.7
600961.SH	株冶集团	119.52	0.56	6.79	7.69	8.80	212.6	17.6	15.5	13.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至时间：2024 年 3 月 8 日）

注：山东黄金、银泰黄金、中金黄金、株冶集团盈利数据来自于开源证券研究所预测，其他可比公司盈利数据来自于 Wind 一致预期

4、风险提示

(1) 产能释放不及预期。公司 2024 年技改完成进度会影响公司矿产量，黄金、白银回收产能释放亦会影响金锭、银锭产量，若结果不及预期则会对业绩产生影响。

(2) 产品价格波动风险。金锭为公司贡献主要毛利，黄金价格波动会明显影响公司盈利，若产品价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

(3) 美联储货币政策波动风险。美联储货币政策间接影响金价，如美联储降息不及预期，将会影响金价上行，对公司利润产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2338	3736	3672	3556	3900
现金	232	561	782	819	850
应收票据及应收账款	420	638	0	0	0
其他应收款	101	195	217	215	233
预付账款	177	250	344	278	368
存货	1160	1924	2162	2077	2282
其他流动资产	248	168	168	168	168
非流动资产	3443	5243	6545	6716	6832
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3052	4040	5159	5263	5291
无形资产	164	703	775	895	1036
其他非流动资产	227	500	612	558	505
资产总计	5781	8979	10218	10272	10732
流动负债	3473	5247	5644	5098	4783
短期借款	1487	2124	4113	3296	3193
应付票据及应付账款	859	1151	0	0	0
其他流动负债	1127	1972	1531	1802	1590
非流动负债	1441	1679	1784	1529	1248
长期借款	1329	1096	1201	946	665
其他非流动负债	112	583	583	583	583
负债合计	4914	6926	7428	6627	6031
少数股东权益	637	659	717	803	979
股本	527	849	849	849	849
资本公积	867	1599	1599	1599	1599
留存收益	-2663	-2562	-1824	-969	87
归属母公司股东权益	230	1394	2073	2842	3722
负债和股东权益	5781	8979	10218	10272	10732

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	614	636	71	1773	1007
净利润	241	104	737	855	1056
折旧摊销	157	180	222	261	279
财务费用	134	126	174	205	168
投资损失	33	72	27	55	47
营运资金变动	45	158	-1082	404	-539
其他经营现金流	4	-4	-6	-8	-5
投资活动现金流	-27	-224	-1538	-470	-430
资本支出	155	109	1524	432	395
长期投资	-29	-123	0	0	0
其他投资现金流	157	7	-14	-38	-36
筹资活动现金流	-546	-394	-301	-449	-441
短期借款	-483	637	1989	-816	-104
长期借款	-25	-233	105	-255	-281
普通股增加	0	321	0	0	0
资本公积增加	0	731	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-1851	-2395	623	-57
现金净增加额	44	17	-1768	854	135

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16472	15677	21828	22863	23732
营业成本	15700	15021	19900	20645	21228
营业税金及附加	29	36	33	45	45
营业费用	19	21	42	34	38
管理费用	210	215	521	564	596
研发费用	73	70	146	158	168
财务费用	134	126	174	205	168
资产减值损失	-1	-4	0	0	0
其他收益	44	17	35	31	32
公允价值变动收益	2	3	1	1	2
投资净收益	-33	-72	-27	-55	-47
资产处置收益	0	10	13	16	9
营业利润	323	142	1026	1196	1479
营业外收入	11	10	7	8	9
营业外支出	2	2	3	3	2
利润总额	332	151	1030	1201	1486
所得税	91	47	293	346	430
净利润	241	104	737	855	1056
少数股东损益	77	48	59	86	176
归属母公司净利润	164	56	679	769	880
EBITDA	660	515	1478	1718	1982
EPS(元)	0.15	0.05	0.63	0.72	0.82

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	11.6	-4.8	39.2	4.7	3.8
营业利润(%)	10.4	-56.2	624.2	16.6	23.7
归属于母公司净利润(%)	3.2	-65.7	1107.3	13.3	14.5
获利能力					
毛利率(%)	4.7	4.2	8.8	9.7	10.5
净利率(%)	1.0	0.4	3.1	3.4	3.7
ROE(%)	27.8	5.1	26.4	23.5	22.5
ROIC(%)	10.5	4.1	11.0	13.2	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	85.0	77.1	72.7	64.5	56.2
净负债比率(%)	348.6	178.3	190.0	115.3	80.7
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	2.9	2.1	2.3	2.2	2.3
应收账款周转率	86.4	74.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	29.1	31.8	94.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.05	0.63	0.72	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.59	0.07	1.65	0.94
每股净资产(最新摊薄)	-1.18	-0.10	0.53	1.25	2.07
估值比率					
P/E	72.9	212.6	17.6	15.5	13.6
P/B	-9.4	-112.8	20.9	8.9	5.4
EV/EBITDA	19.9	26.7	10.5	8.4	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn