

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

银泰黄金(000975)

投资评级

上次评级

张航 金属&amp;新材料行业首席分析师

执业编号: S1500523080009

邮箱: zhanghang@cindasc.com

张航 金属&amp;新材料行业首席分析师

宋洋 金属&amp;新材料行业分析师

执业编号: S1500524010002

邮箱: songyang@cindasc.com

宋洋 金属&amp;新材料行业分析师

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 业绩高增长, 低成本优势显著, 战略规划清晰

2024 年 03 月 24 日

事件: 公司发布 2023 年年报, 2023 年营收 81.06 亿元, 同降 3.29%; 归母净利润 14.24 亿元, 同增 26.79%。毛利率 32.05%, 同增 7.24pcts; 资产负债率 17.98%, 同降 3.59pcts; 期间费用率 4.69%, 同增 0.49pcts。

## 点评:

- **23 年合质金销量 7.34 吨。**2023 年公司合质金销量 7.34 吨, 同增 6.5%; 销售价格 449.64 元/克, 同增 14.4%; 毛利率 60.76%, 同增 3.4pcts; 合并摊销后单位成本 176.42 元/克, 同增 8.9 元/克。2023 年矿产银销量 194.63 吨, 同增 7.6%; 不含税销售价格 4.61 元/克, 同增 28.8%; 毛利率 49.24%, 同增 0.36pcts; 合并摊销后单位成本 2.34 元/克, 同增 0.51 元/克。2023 年铅精矿销量 9475.61 吨, 同降 15.8%; 锌精矿销量 17837.76 吨, 同增 18%。
- **青海大柴旦增量明显, 业绩高增长。**分矿山子公司来看, 2023 年黑河银泰实现营收 12.77 亿元, 净利润 6.28 亿元, 合质金产量 2.16 吨, 同比减少 0.86 吨, 实际选矿量 42.71 万吨, 计算金入选品位 5.6 克/吨, 较 2022 年 7.59 克/吨下降较多。2023 年吉林板庙子实现营收 9.14 亿元, 净利润 3.99 亿元, 合质金产量 1.8 吨, 同比减少 0.22 吨, 实际选矿量 70.76 万吨, 计算金入选品位 2.94 克/吨, 较 2022 年 3.47 克/吨略微下降。2023 年青海大柴旦实现营收 12.12 亿元, 净利润 5.81 亿元, 同增 57%, 实际选矿量 84.17 万吨, 同增 27%, 主要系 2022 年选厂磨机筒体调试近 2 个月, 2023 年正常生产, 且有部分地表存矿, 合质金产量 3.05 吨, 同增近 1 吨。
- **项目推进顺利, 开启海外资源布局。**截至 2023 年底, 公司保有金金属量 156.78 吨, 银金属量 7856.90 吨, 继续加大勘探投资。2023 年黑河洛克受让东安岩金矿床 5 号矿体外围详查探矿权, 为黑河洛克提供接续资源; 吉林板庙子采矿权内勘探增加矿石量 34.3 万吨, 金金属量 1.1 吨; 玉龙矿业 1118 高地金属矿补勘项目顺利通过评审备案; 青海大柴旦青龙沟金矿的采矿权证(扩大矿区范围)已办理完成; 细晶沟金矿(新立)采矿权已审查完毕。2024 年 2 月, 公司拟收购纳米比亚 Twin Hills 金矿 100% 股权, 开启海外资源布局, 其规划年产金 5 吨, 预计 2026 年投产。
- **背靠山东黄金集团, 低成本+高成长, 战略规划清晰。**2023 年公司大股东变成山东黄金, 实现从民企到国企的转变, 同时背靠山东黄金集团, 其优质资产有望注入。公司黄金资源禀赋优异、克金成本低、增储扩产空间广阔。2024 年公司计划黄金产量不低于 8 吨, 新战略目标下, 规划 2025、2026、2028、2030 年矿产金产量分别为 12、15、22、28 吨, 有望打开成长空间。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.53 亿元、

22.76 亿元、24.63 亿元，对应 PE 分别为 22.1 倍、20.0 倍、18.5 倍。

➤ **风险因素：**美联储降息节奏不及预期；公司产量不及预期等。

| 重要财务指标            | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E  |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 营业总收入(百万元)        | 8,382  | 8,106 | 9,270 | 9,812 | 10,320 |
| 增长率 YoY %         | -7.3%  | -3.3% | 14.4% | 5.8%  | 5.2%   |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 1,123  | 1,424 | 2,053 | 2,276 | 2,463  |
| 增长率 YoY%          | -11.8% | 26.8% | 44.1% | 10.9% | 8.2%   |
| 毛利率%              | 24.8%  | 32.0% | 38.9% | 40.3% | 41.2%  |
| 净资产收益率ROE%        | 10.3%  | 12.3% | 15.1% | 15.1% | 14.8%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.40   | 0.51  | 0.74  | 0.82  | 0.89   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 40.54  | 31.97 | 22.18 | 20.01 | 18.49  |
| 市净率 P/B(倍)        | 4.17   | 3.94  | 3.34  | 3.02  | 2.73   |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 22 日收盘价

| 资产负债表  |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度   | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |  |
| 流动资产   | 5,683  | 6,008  | 8,522  | 10,532 | 12,752 |  |
| 货币资金   | 1,874  | 3,031  | 5,488  | 7,437  | 9,595  |  |
| 应收票据   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 应收账款   | 40     | 42     | 48     | 51     | 54     |  |
| 预付账款   | 22     | 33     | 34     | 35     | 36     |  |
| 存货     | 1,359  | 1,485  | 1,527  | 1,580  | 1,635  |  |
| 其他     | 2,388  | 1,418  | 1,426  | 1,429  | 1,433  |  |
| 非流动资产  | 10,481 | 10,291 | 10,061 | 9,806  | 9,528  |  |
| 长期股权投  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 固定资产(合 | 2,906  | 2,713  | 2,782  | 2,827  | 2,848  |  |
| 无形资产   | 6,572  | 6,447  | 6,083  | 5,719  | 5,355  |  |
| 其他     | 1,003  | 1,131  | 1,196  | 1,260  | 1,325  |  |
| 资产总计   | 16,164 | 16,299 | 18,583 | 20,338 | 22,280 |  |
| 流动负债   | 2,975  | 2,406  | 2,482  | 2,561  | 2,641  |  |
| 短期借款   | 840    | 210    | 210    | 210    | 210    |  |
| 应付票据   | 1,294  | 1,275  | 1,311  | 1,356  | 1,404  |  |
| 应付账款   | 236    | 243    | 250    | 258    | 267    |  |
| 其他     | 606    | 679    | 712    | 736    | 760    |  |
| 非流动负债  | 509    | 524    | 460    | 460    | 460    |  |
| 长期借款   | 109    | 64     | 0      | 0      | 0      |  |
| 其他     | 400    | 460    | 460    | 460    | 460    |  |
| 负债合计   | 3,484  | 2,930  | 2,942  | 3,021  | 3,101  |  |
| 少数股东权  | 1,767  | 1,808  | 2,015  | 2,246  | 2,495  |  |
| 益      |        |        |        |        |        |  |
| 归属母公司  | 10,913 | 11,561 | 13,625 | 15,072 | 16,684 |  |
| 净利润    |        |        |        |        |        |  |
| 负债和股东  | 16,164 | 16,299 | 18,583 | 20,338 | 22,280 |  |
| 权益     |        |        |        |        |        |  |

| 重要财务指     |        | 单位:百  |       |       |        |  |
|-----------|--------|-------|-------|-------|--------|--|
| 标         |        | 万元    |       |       |        |  |
| 会计年度      | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E  |  |
| 营业总收入     | 8,382  | 8,106 | 9,270 | 9,812 | 10,320 |  |
| 同比(%)     | -7.3%  | -3.3% | 14.4% | 5.8%  | 5.2%   |  |
| 归属母公司     | 1,123  | 1,424 | 2,053 | 2,276 | 2,463  |  |
| 净利润       |        |       |       |       |        |  |
| 同比(%)     | -11.8% | 26.8% | 44.1% | 10.9% | 8.2%   |  |
| 毛利率(%)    | 24.8%  | 32.0% | 38.9% | 40.3% | 41.2%  |  |
| ROE%      | 10.3%  | 12.3% | 15.1% | 15.1% | 14.8%  |  |
| EPS(摊     | 0.40   | 0.51  | 0.74  | 0.82  | 0.89   |  |
| 薄)(元)     |        |       |       |       |        |  |
| P/E       | 40.54  | 31.97 | 22.18 | 20.01 | 18.49  |  |
| P/B       | 4.17   | 3.94  | 3.34  | 3.02  | 2.73   |  |
| EV/EBITDA | 10.93  | 13.11 | 10.15 | 8.91  | 7.86   |  |

| 利润表    |       | 单位:百万元 |       |       |        |  |
|--------|-------|--------|-------|-------|--------|--|
| 会计年度   | 2022A | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E  |  |
| 营业总收入  | 8,382 | 8,106  | 9,270 | 9,812 | 10,320 |  |
| 营业成本   | 6,302 | 5,508  | 5,665 | 5,862 | 6,065  |  |
| 营业税金及  | 178   | 212    | 242   | 256   | 269    |  |
| 销售费用   | 3     | 2      | 3     | 4     | 4      |  |
| 管理费用   | 311   | 366    | 417   | 442   | 464    |  |
| 研发费用   | 0     | 6      | 7     | 8     | 8      |  |
| 财务费用   | 38    | 5      | 30    | 15    | 16     |  |
| 减值损失合  | 0     | 0      | 0     | 0     | 0      |  |
| 投资净收益  | 108   | 92     | 105   | 111   | 117    |  |
| 其他     | -41   | 0      | 7     | 8     | 8      |  |
| 营业利润   | 1,616 | 2,097  | 3,018 | 3,345 | 3,618  |  |
| 营业外收支  | -7    | -11    | -11   | -11   | -11    |  |
| 利润总额   | 1,609 | 2,086  | 3,006 | 3,333 | 3,606  |  |
| 所得税    | 365   | 517    | 746   | 827   | 895    |  |
| 净利润    | 1,244 | 1,568  | 2,260 | 2,506 | 2,712  |  |
| 少数股东损  | 121   | 144    | 208   | 230   | 249    |  |
| 归属母公司  | 1,123 | 1,424  | 2,053 | 2,276 | 2,463  |  |
| EBITDA | 2,725 | 2,977  | 3,980 | 4,316 | 4,614  |  |
| EPS(当  | 0.40  | 0.51   | 0.74  | 0.82  | 0.89   |  |

| 现金流量表 |        | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度  | 2022A  | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| 经营活动现 | 1,989  | 2,180  | 3,190 | 3,462 | 3,706 |  |
| 金流    |        |        |       |       |       |  |
| 净利润   | 1,244  | 1,568  | 2,260 | 2,506 | 2,712 |  |
| 折旧摊销  | 1,191  | 959    | 944   | 968   | 992   |  |
| 财务费用  | 45     | 50     | 60    | 70    | 90    |  |
| 投资损失  | -108   | -92    | -105  | -111  | -117  |  |
| 营运资金变 | -346   | -258   | 19    | 18    | 18    |  |
| 其它    | -37    | -49    | 11    | 11    | 11    |  |
| 投资活动现 | -1,360 | 480    | -620  | -614  | -608  |  |
| 资本支出  | -609   | -615   | -725  | -725  | -725  |  |
| 长期投资  | -908   | 1,005  | 0     | 0     | 0     |  |
| 其他    | 156    | 90     | 105   | 111   | 117   |  |
| 筹资活动现 | -595   | -1,626 | -124  | -900  | -940  |  |
| 吸收投资  | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 借款    | 969    | 181    | -64   | 0     | 0     |  |
| 支付利息或 | -927   | -915   | -60   | -900  | -940  |  |
| 现金流净增 | 42     | 1,046  | 2,458 | 1,948 | 2,158 |  |
| 加额    |        |        |       |       |       |  |

## 研究团队简介

**张航**，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

**云琳**，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事基本金属研究。

**宋洋**，香港城市大学机械工程硕士，曾任职于国金证券，2024 年 1 月加入信达证券，从事新材料与贵金属等研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                           | 股票投资评级                       | 行业投资评级                  |
|-----------------------------------------------------|------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 15% 以上；  | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                     | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~15%；  | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                     | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间； | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                     | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。   |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。