

银泰黄金（000975.SZ）—2023 年年报点评

成本优势突出，发展目标清晰

买入

核心观点

受益金价上涨，业绩提升。2023 年，公司合质金产量 7.01 吨，同比下降 0.71%；销量 7.34 吨，同比增长 6.53%。实现营业收入 81.06 亿元，同比下降 3.29%；归属于上市公司股东的净利润 14.24 亿元，同比增长 26.79%。四季度单季，实现营业收入 10.11 亿元，环比下降 59.94%；归属于上市公司股东的净利润 3.06 亿元，环比下降 20.27%。

成本优势突出，盈利能力强。凭借优质的资源禀赋，及优秀的管理效率，公司克金成本优势突出，盈利能力居前。近年来，受原材料价格上涨以及入选品位等因素影响，公司合并摊销后克金成本有所上涨，但 2023 年仍仅为 176.42 元/克，毛利率达 60.76%，远优于行业平均水平。

资源为先，发展目标清晰。2023 年，公司由民营企业转制为国有企业。新的发展阶段，公司也提出全新战略目标。要以资源为先，全球布局，实现长期接续，谋求二次飞跃。2024 年，公司经营目标是黄金产量不低于 8 吨，十四五末矿产金产量目标 12 吨，十五五末矿产金产量目标 28 吨。

青海大柴旦产量提升。青海大柴旦成矿条件优越，属于国内大型黄金矿山。目前，青龙沟金矿的采矿权证（扩大矿区范围）已经办理完成；细晶沟金矿（新立）采矿权青海省自然资源厅已经审查完毕，等待进一步批准意见。2023 年，青海大柴旦合质金产量提升 47.6%至 3.05 吨，实现净利润 5.8 亿元，同比提升 57.0%，对应净利率也提升至 47.9%。

计划收购 TwinHills 金矿。2 月末，公司公告拟以现金方式收购 Osino 现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份，其主要资产为位于纳米比亚的 TwinHills 金矿项目，金资源量 99.21 吨。TwinHills 项目已于 2023 年 3 月取得《238 号采矿证》，6 月完成可研，计划在 2024 年 7 月启动项目建设，露天采矿，并于 2026 年投产。按照可研预计矿山寿命期内平均年产量约 5.04 吨，全维持性成本为 1011 美元/盎司。该项目黄金产量较大，且成本较低。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险；远期扩张摊薄回报的风险。

投资建议：公司资源禀赋突出，管理水平优，克金成本低，盈利能力强。未来，随着资源挖潜，黄金产量存在较大提升空间。我们预测公司 2024/25/26 年营业收入 87.8/98.1/110.4 亿元，年增速分别为 8.4%/11.7%/12.5%；归母净利润 18.0/21.9/27.1 亿元，年增速分别为 26.2%/21.8%/23.7%。当前股价对应 PE 为 25.3/20.8/16.8x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8382	8106	8784	9814	11039
(+/-%)	-7.3%	-3.3%	8.4%	11.7%	12.5%
归母净利润(百万元)	1124	1424	1798	2189	2708
(+/-%)	-11.7%	26.7%	26.2%	21.8%	23.7%
每股收益(元)	0.40	0.51	0.65	0.79	0.98
EBIT Margin	18.9%	24.8%	29.0%	33.7%	38.2%
净资产收益率 (ROE)	10.3%	12.3%	15.1%	17.7%	21.0%
市盈率 (PE)	40.5	32.0	25.3	20.8	16.8
EV/EBITDA	17.8	16.4	13.8	11.3	9.3
市净率 (PB)	4.17	3.94	3.82	3.68	3.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：冯思宇
010-88005314
fengsiyu@guosen.com.cn
S0980519070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	16.40 元
总市值/流通市值	45538/40779 百万元
52 周最高价/最低价	17.11/11.31 元
近 3 个月日均成交额	392.03 百万元

市场走势



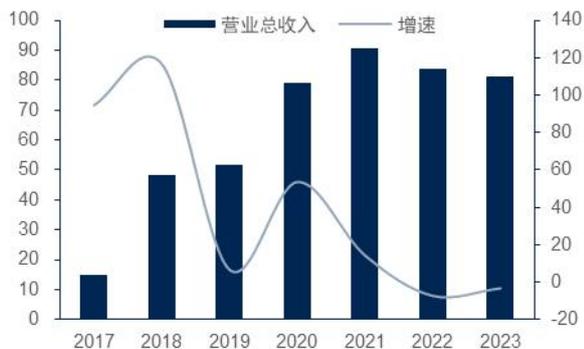
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《银泰黄金（000975.SZ）—低成本高盈利，步入发展新征程》
—2024-01-02

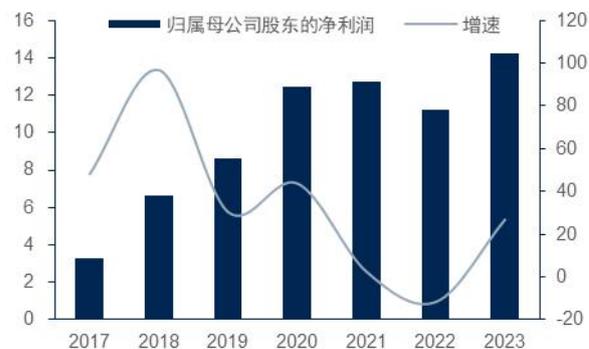
受益金价上涨，业绩提升。2023年，公司合质金产量7.01吨，同比下降0.71%；销量7.34吨，同比增长6.53%。实现营业收入81.06亿元，同比下降3.29%；归属于上市公司股东的净利润14.24亿元，同比增长26.79%。四季度单季，实现营业收入10.11亿元，环比下降59.94%；归属于上市公司股东的净利润3.06亿元，环比下降20.27%。

图1：公司营业收入情况（亿元，%）



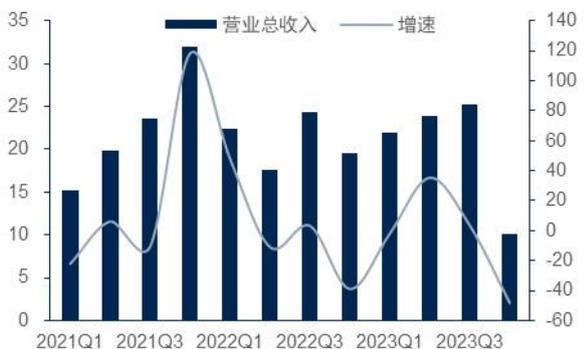
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润情况（亿元，%）



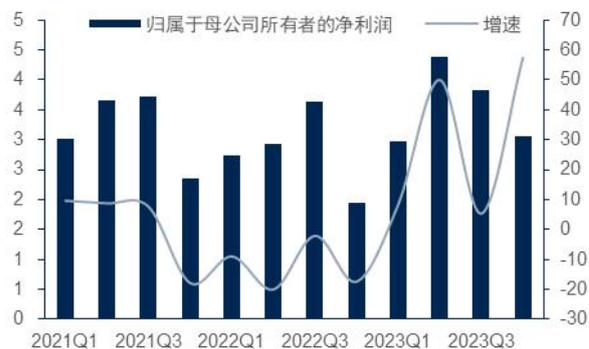
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入（亿元，%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润（亿元，%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

成本优势突出，盈利能力强。凭借优质的资源禀赋，及优秀的管理效率，公司克金成本优势突出，盈利能力居前。近年来，受原材料价格上涨以及入选品位等因素影响，公司合并摊销后克金成本有所上涨，但2023年仍仅为176.42元/克，毛利率达60.76%，远优于行业平均水平。

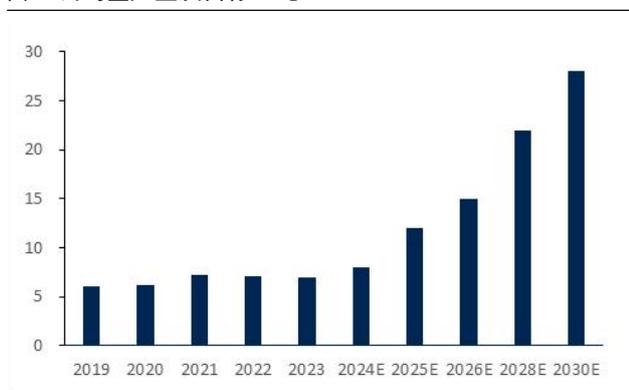
资源为先，发展目标清晰。2023年，山东黄金以127.6亿元收购沈国军先生及中国银泰投资有限公司合计持有的20.93%的股份，7月正式获得银泰黄金控制权，此外山东黄金陆续通过证券交易所集中竞价交易方式增持公司股份，截至12月29日，持股比例增至28.89%。公司由民营企业转制为国有企业。新的发展阶段，公司也提出全新战略目标。要以资源为先，全球布局，实现长期接续，谋求二次飞跃。2024年，公司经营目标是黄金产量不低于8吨，十四五末矿产金产量目标12吨，十五五末矿产金产量目标28吨。

青海大柴旦产量提升。青海大柴旦位于青海省滩间山贵金属有色金属矿重点成矿区，成矿条件优越，属于国内大型黄金矿山。公司在相关矿区内持续大额勘探投

入，近年来黄金保有资源量不断提升。目前，青龙沟金矿的采矿权证（扩大矿区范围）已经办理完成；细晶沟金矿（新立）采矿权青海省自然资源厅已经审查完毕，等待进一步批准意见。2023年，青海大柴旦合质金产量提升47.6%至3.05吨，实现净利润5.8亿元，同比提升57.0%，对应净利率也提升至47.9%。

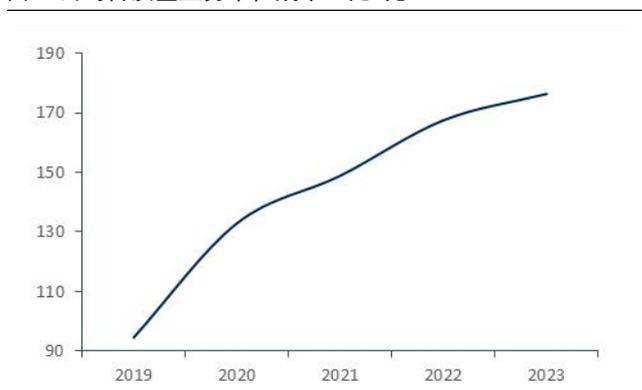
计划收购 TwinHills 金矿。2月末，公司公告拟通过下属海南盛蔚贸易有限公司在加拿大设立的全资子公司，以每股1.90加元的价格，现金方式收购Osino现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份，本次收购的交易金额约为3.68亿加元。Osino主要资产为位于纳米比亚的TwinHills金矿项目，金储量66.86吨，资源量99.21吨，还拥有TwinsHills项目西北130公里处的Ondundu金矿探矿权，拥有推断资源量27.99吨黄金。TwinHills项目已于2023年3月取得《238号采矿证》，6月完成可研，计划在2024年7月启动项目建设，露天采矿，并于2026年投产。按照可研预计矿山寿命期内平均年产量约5.04吨，全维持性成本为1011美元/盎司。该项目黄金产量较大，且成本较低。

图5: 公司金产量及目标 (吨)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图6: 公司合质金业务单位成本 (元/克)



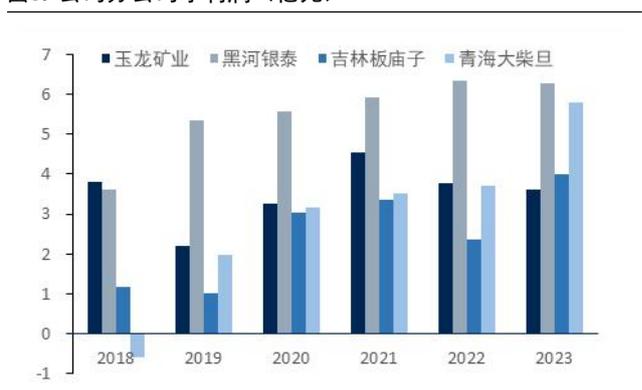
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图7: 公司分产品毛利率 (%)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图8: 公司分公司净利润 (亿元)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司资源禀赋突出，管理水平优，克金成本低，盈利能力强。未来，随着资源挖潜，黄金产量存在较大提升空间。我们预测公司2024/25/26年营业收入87.8/98.1/110.4亿元，年增速分别为8.4%/11.7%/12.5%；归母净利润18.0/21.9/27.1亿元，年增速分别为26.2%/21.8%/23.7%，摊薄EPS分别为0.65/0.79/0.98元。当前股价对应PE为25.3/20.8/16.8x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PB (LF)	投资评 级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
000975.SZ	银泰黄金	16.40	455.38	0.40	0.51	0.65	0.79	40.50	31.97	25.33	20.80	10.52	3.94	买入
600547.SH	山东黄金	25.41	1,037.44	0.28	0.46	0.60	0.89	91.24	54.66	42.06	28.70	4.01	4.78	买入
600489.SH	中金黄金	12.00	581.68	0.44	0.61	0.68	0.73	27.47	19.55	17.63	16.48	7.04	2.34	买入
600988.SH	赤峰黄金	14.32	238.27	0.27	0.47	0.60	0.72	52.82	30.15	23.91	19.91	9.20	4.22	买入

资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1874	3031	2312	3196	4452	营业收入	8382	8106	8784	9814	11039
应收款项	102	98	106	118	133	营业成本	6302	5508	5620	5888	6193
存货净额	1359	1485	1343	1407	1481	营业税金及附加	178	212	228	255	287
其他流动资产	347	343	360	402	453	销售费用	3	2	4	5	6
流动资产合计	5683	6008	7172	8176	9570	管理费用	311	366	375	351	321
固定资产	3154	3101	3318	3493	3628	研发费用	0	6	9	10	11
无形资产及其他	6572	6447	5861	5275	4689	财务费用	38	5	7	17	13
投资性房地产	759	743	743	743	743	投资收益	108	92	90	90	90
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	12	(7)	20	10	10
资产总计	16167	16299	17094	17687	18630	其他收入	(54)	7	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	896	319	800	800	1000	营业利润	1616	2097	2650	3388	4308
应付款项	1530	1517	1492	1564	1645	营业外净收支	(7)	(11)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	549	570	524	548	575	利润总额	1609	2086	2640	3378	4298
流动负债合计	2975	2406	2816	2912	3220	所得税费用	365	517	660	845	1074
长期借款及应付债券	109	64	64	64	64	少数股东损益	120	144	182	345	516
其他长期负债	403	460	450	440	430	归属于母公司净利润	1124	1424	1798	2189	2708
长期负债合计	512	524	514	504	494	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3487	2930	3330	3416	3714	净利润	1124	1424	1798	2189	2708
少数股东权益	1767	1808	1844	1913	2016	资产减值准备	65	(65)	0	0	0
股东权益	10913	11561	11920	12358	12900	折旧摊销	1172	936	989	1021	1061
负债和股东权益总计	16167	16299	17094	17687	18630	公允价值变动损失	(12)	7	(20)	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	38	5	7	17	13
每股收益	0.40	0.51	0.65	0.79	0.98	营运资本变动	(815)	(101)	35	(34)	(40)
每股红利	0.33	0.33	0.52	0.63	0.78	其它	(44)	116	36	69	103
每股净资产	3.93	4.16	4.29	4.45	4.65	经营活动现金流	1490	2318	2838	3235	3822
ROIC	15.07%	15.85%	20%	29%	37%	资本开支	0	(247)	(600)	(600)	(600)
ROE	10.30%	12.3%	15.1%	17.7%	21.0%	其它投资现金流	74	949	(2000)	0	0
毛利率	25%	32%	36%	40%	44%	投资活动现金流	74	702	(2600)	(600)	(600)
EBIT Margin	19%	25%	29%	34%	38%	权益性融资	8	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	36%	40%	44%	48%	负债净变化	109	(45)	0	0	0
收入增长	-7%	-3%	8%	12%	12%	支付股利、利息	(927)	(915)	(1438)	(1751)	(2166)
净利润增长率	-12%	27%	26%	22%	24%	其它融资现金流	483	57	481	0	200
资产负债率	32%	29%	30%	30%	31%	融资活动现金流	(1146)	(1863)	(957)	(1751)	(1966)
股息率	2.0%	2.0%	3.2%	3.8%	4.8%	现金净变动	418	1157	(719)	884	1256
P/E	40.5	32.0	25.3	20.8	16.8	货币资金的期初余额	1456	1874	3031	2312	3196
P/B	4.2	3.9	3.8	3.7	3.5	货币资金的期末余额	1874	3031	2312	3196	4452
EV/EBITDA	17.8	16.4	13.8	11.3	9.3	企业自由现金流	0	2100	2335	2867	3587
						权益自由现金流	0	2111	2810	2854	3777

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032