

2024年03月25日
银泰黄金(000975.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

黄金

金价上涨增厚业绩，增储增产弹性可期

目 公司发布 2023 年度报告

公司 2023 年实现营业收入 81.06 亿元，同比-3.29%；实现归母净利润 14.24 亿元，同比+26.79%；实现扣非归母净利润 14.11 亿元，同比+37.21%。其中 2023 年 Q4 营业收入 10.11 亿元，同比-48.1%、环比-59.94%；实现归母净利润 3.06 亿元，同比+57.8%，环比-20.3%；实现扣非归母净利润 3.23 亿元，同比+146.6%、环比-14.2%。

目 金价上涨增厚业绩，24 年计划产量不低于 8 吨

✓**黄金产量**：23 年公司合质金产量 7.01 吨，同比-0.71%（-0.05 吨）。其中黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦分别产量 2.16 吨（同比-0.82 吨）、1.8 吨（同比-0.22 吨）、3.05 吨（同比+0.98 吨）。黄金销量 7.34 吨，同比+6.53%（+0.45 吨），合质金库存降至 0.55 吨（-0.33 吨）。公司计划 24 年黄金产量不低于 8 吨。

✓**黄金价&利**：23 年公司矿产金销售均价 449.64 元/克，同比+14.4%，与黄金现货价格变动基本一致。23 年公司矿产金单位成本 176.42 元/克，同比略增+5.3%。据此计算，公司矿产金吨毛利 273 元/克，同比+47.73 元/克。

✓**铅锌银**：23 年公司矿产银产量 193 吨，同比+1.18%（+2.26 吨）；矿产银销量 194.63 吨，同比+7.61%（+13.77 吨），矿产银库存下降至 12.81 吨（-1.63 吨）。铅精矿产量 9494.45 吨，同比-19.44%（-2291.34 吨），销量 9475.61 吨，同比-15.77%（-1773.83 吨）。锌精矿产量 16502.17 吨，同比-6.73%（-1190.41 吨），销量 17837.76 吨，同比+17.96%（+2716.43 吨）。矿产银单位成本 2.34 元/克，同比增+27.9%。铅精粉单位成本 8022.34 元/吨，同比+18.1%。锌精粉单位成本 7777.03 元/吨，同比-8.8%。

✓**资源量**：公司按 JROC 规范更新资源量数据，截至 2023 年底公司保有探明+控制+推测金金属量 146.66 吨，现阶段开采可行性较低的潜力资源量金金属量 10.12 吨，合计金属量 156.78 吨。保有探明+控制+推测银金属量 7,856.90 吨，铅金属量 613,705 吨，锌金属量 1,283,552 吨，铜 126,201 吨。

目 探矿找矿成果累累，矿山增储工作持续推进

玉龙矿业：2023 年玉龙矿业 1118 高地金属矿补勘项目顺利通过评审备案，标志着外围矿权探矿增储工作取得新突破，未来将全力推进探转采手续办理。

青海大柴旦：青海大柴旦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 5 月，自然资源部高原荒漠区

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

20.4 元

股价 (2024-03-22)

16.40 元

交易数据

总市值(百万元) 45,538.25

流通市值(百万元) 40,779.16

总股本(百万股) 2,776.72

流通股本(百万股) 2,486.53

12 个月价格区间 11.57/16.81 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.4	3.2	34.0
绝对收益	11.1	9.4	22.7

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

周古玥

联系人

SAC 执业证书编号：S1450123050031

zhougy@essence.com.cn

相关报告

转型国企定位成长型国际黄 2023-11-28

金矿企，关注产储增长潜力

战略性矿产勘查开发技术创新中心与青海大柴旦签署深化合作框架协议，拟通过积极推进新一轮找矿突破战略行动。

黑河洛克:黑河洛克受让取得东安金矿外围探矿权，有利于提升公司资源储备，保证黑河洛克的资源接续，后续公司及子公司将积极推进相关勘探工作。

吉林板庙子:2023 年，板石沟金及多金属矿共完成钻探量 12,535.10 米，实现找矿突破。东大坡区有工业矿体的赋存，初步估算资源量金属量 1.732 吨，平均品位 3.03 克/吨。

目 重视资源扩张布局海外，黄金产量增长空间可观

✓**公司重视资源扩张，积极布局海外。**公司计划充分发挥东北、西南区域产业基地优势，以现有矿山周边为主，兼顾外围，瞄准已确定的重点项目，确保实现突破。计划布局海外重要成矿带，积极推进收购工作。24 年 2 月，公司公告拟收购 Osino，其主要资产为位于纳米比亚的 Twin Hills 金矿。Twin Hills 金矿黄金资源量 99.21 吨，另外 Osino 还拥有 Ondundu 金矿探矿权，推断资源量约 27.99 吨。据公司公告，Twin Hills 金矿项目计划在 2024 年 7 月启动项目建设工作，并于 2026 年投产，预计矿山寿命期内平均年产金约 5.04 吨。

✓**规划目标明确，黄金产量增长空间可观。**公司规划十四五末矿产金产量 12 吨，金资源量及储量 240 吨；2026 年末矿产金产量 15 吨，金资源量及储量达到 300 吨；2028 年末矿产金产量 22 吨，金资源量及储量达到 500 吨；十五五末矿产金产量 28 吨，金资源量及储量达到 600 吨以上。黄金产量远期增长空间可观。

目 积极分红回馈股东

2023 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2.80 元（含税），共计 7.77 亿元，股息率 1.7%（以 3.22 收盘市值计算）。

目 投资建议：

3 月以来金价屡创新高，金价中枢上移有望持续增厚公司业绩。公司产量规划目标明确，量增空间可观。预计 2024-2026 年营业收入分别为 91.68、107.09、122.04 亿元，预计净利润 18.86、24.17、27.95 亿元，对应 EPS 分别为 0.68、0.87、1.01 元/股，目前股价对应 PE 为 24.1、18.8、16.3 倍，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 20.4 元/股。

目 风险提示：需求不及预期，金属价格大幅波动，项目进度不及预期，收购失败风险

(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,381.5	8,105.7	9,167.8	10,708.6	12,204.3
净利润	1,124.5	1,424.3	1,886.2	2,416.9	2,795.1
每股收益(元)	0.40	0.51	0.68	0.87	1.01
每股净资产(元)	3.93	4.16	4.56	5.11	5.85

盈利和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	40.5	32.0	24.1	18.8	16.3
市净率(倍)	4.2	3.9	3.6	3.2	2.8
净利润率	13.4%	17.6%	20.6%	22.6%	22.9%
净资产收益率	10.3%	12.3%	14.9%	17.0%	17.2%
股息收益率	1.7%	0.0%	1.7%	2.0%	1.6%
ROIC	13.8%	16.6%	27.1%	39.4%	38.2%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,381.5	8,105.7	9,167.8	10,708.6	12,204.3	成长性					
减:营业成本	6,302.0	5,508.2	5,977.5	5,609.5	6,312.5	营业收入增长率	-7.3%	-3.3%	13.1%	16.8%	14.0%
营业税费	177.9	211.7	205.1	239.6	288.3	营业利润增长率	-13.4%	29.8%	59.2%	30.8%	15.5%
销售费用	3.1	2.3	4.5	4.1	4.7	净利润增长率	-11.7%	26.7%	32.4%	28.1%	15.7%
管理费用	310.8	366.1	320.9	374.8	427.2	EBITDA 增长率	3.0%	7.7%	45.4%	27.9%	15.8%
研发费用	-	6.3	7.1	8.3	9.4	EBIT 增长率	-14.8%	27.6%	61.5%	30.6%	15.4%
财务费用	38.3	5.4	45.8	53.5	61.0	NOPLAT 增长率	-14.1%	23.6%	60.6%	30.6%	15.4%
资产减值损失	-64.5	0.5	-21.8	-28.6	-16.6	投资资本增长率	2.7%	-1.3%	-10.2%	18.9%	-0.7%
加:公允价值变动收益	12.3	-7.2	657.2	-121.8	-137.9	净资产增长率	2.8%	5.4%	12.5%	15.7%	17.4%
投资和汇兑收益	107.7	91.7	96.8	98.7	95.7	利润率					
营业利润	1,615.8	2,097.1	3,339.0	4,367.1	5,042.4	毛利率	24.8%	32.0%	34.8%	47.6%	48.3%
加:营业外净收支	-6.7	-11.4	-12.8	-10.3	-11.5	营业利润率	19.3%	25.9%	36.4%	40.8%	41.3%
利润总额	1,609.1	2,085.7	3,326.2	4,356.8	5,031.0	净利润率	13.4%	17.6%	20.6%	22.6%	22.9%
减:所得税	364.9	517.5	831.6	1,089.2	1,257.7	EBITDA/营业收入	33.6%	37.4%	48.1%	52.6%	53.5%
净利润	1,124.5	1,424.3	1,886.2	2,416.9	2,795.1	EBIT/营业收入	19.6%	25.9%	36.9%	41.3%	41.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	123	125	109	100	93
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-28	-10	-19	-13	-11
货币资金	1,874.0	3,030.6	4,694.5	6,498.5	10,445.1	流动资产周转天数	226	260	269	299	350
交易性金融资产	2,000.4	1,051.5	1,708.7	1,586.9	1,449.0	应收帐款周转天数	4	4	4	4	4
应收帐款	102.1	98.2	99.4	146.5	135.2	存货周转天数	51	63	47	41	42
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	689	721	667	646	677
预付帐款	22.1	32.8	28.0	28.9	34.9	投资资本周转天数	403	419	349	310	294
存货	1,359.0	1,484.6	903.6	1,517.1	1,317.9	投资回报率					
其他流动资产	325.3	309.9	261.5	298.9	290.1	ROE	10.3%	12.3%	14.9%	17.0%	17.2%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	9.6%	14.1%	15.7%	15.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	13.8%	16.6%	27.1%	39.4%	38.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
固定资产	2,906.3	2,712.9	2,849.1	3,079.6	3,204.2	管理费用率	3.7%	4.5%	3.5%	3.5%	3.5%
在建工程	247.3	388.2	488.2	638.2	838.2	研发费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	6,571.7	6,447.1	5,888.4	6,243.1	6,693.7	财务费用率	0.5%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	758.6	743.2	743.5	740.1	733.2	四费/营业收入	4.2%	4.7%	4.1%	4.1%	4.1%
资产总额	16,166.8	16,298.9	17,664.9	20,777.6	25,141.4	偿债能力					
短期债务	839.7	210.2	-	700.0	1,200.0	资产负债率	21.6%	18.0%	14.9%	16.2%	18.7%
应付帐款	511.1	560.0	315.9	585.6	470.0	负债权益比	27.5%	21.9%	17.4%	19.4%	23.1%
应付票据	1,293.7	1,274.6	1,512.5	1,103.1	1,840.3	流动比率	1.91	2.50	3.55	3.69	3.54
其他流动负债	330.6	361.6	338.6	343.1	348.6	速动比率	1.45	1.88	3.13	3.13	3.20
长期借款	109.1	64.1	-	200.0	400.0	利息保障倍数	42.88	387.02	73.84	82.56	83.63
其他非流动负债	403.3	459.8	456.4	439.8	452.0	分红指标					
负债总额	3,487.4	2,930.3	2,623.3	3,371.7	4,710.8	DPS(元)	0.28	-	0.28	0.32	0.26
少数股东权益	1,766.6	1,808.0	2,386.0	3,222.5	4,178.9	分红比率	69.1%	0.0%	41.2%	36.8%	26.0%
股本	2,776.7	2,776.7	2,776.7	2,776.7	2,776.7	股息收益率	1.7%	0.0%	1.7%	2.0%	1.6%
留存收益	8,123.8	8,770.2	9,878.9	11,406.6	13,475.0						
股东权益	12,679.4	13,368.6	15,041.6	17,405.9	20,430.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.40	0.51	0.68	0.87	1.01
净利润	1,244.2	1,568.3	1,886.2	2,416.9	2,795.1	BVPS(元)	3.93	4.16	4.56	5.11	5.85
加:折旧和摊销	1,177.5	940.5	1,022.4	1,214.9	1,424.7	PE(X)	40.5	32.0	24.1	18.8	16.3
资产减值准备	64.5	-	-	-	-	PB(X)	4.2	3.9	3.6	3.2	2.8
公允价值变动损失	-12.3	7.2	657.2	-121.8	-137.9	P/FCF	40.1	49.1	18.0	26.3	12.7
财务费用	44.7	50.4	45.8	53.5	61.0	P/S	5.4	5.6	5.0	4.3	3.7
投资损失	-107.7	-91.7	-96.8	-98.7	-95.7	EV/EBITDA	10.4	13.0	9.4	7.3	6.0
少数股东损益	119.8	144.0	608.5	850.7	978.1	CAGR(%)	38.0%	34.0%	20.6%	38.0%	34.0%
营运资金的变动	-603.7	-190.8	633.7	-852.1	851.5	PEG	1.1	0.9	1.2	0.5	0.5
经营活动产生现金流量	1,989.1	2,179.9	4,757.1	3,463.5	5,876.8	ROIC/WACC	1.3	1.6	2.6	3.8	3.6
投资活动产生现金流量	-1,360.4	480.1	-1,917.6	-1,607.7	-1,828.6	REP	2.3	2.7	1.9	1.1	1.1
融资活动产生现金流量	-594.6	-1,625.6	-1,175.6	-51.7	-101.7						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034