

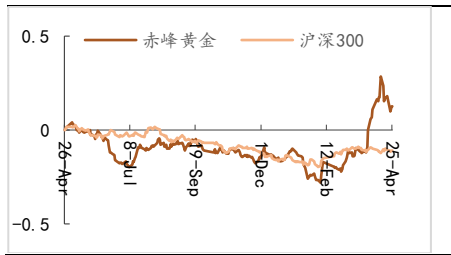
评级： 买入

核心观点

吴轩
有色行业首席分析师
SAC 执证编号: S0110521120001
wuxuan123@sczq.com.cn
电话: 021-58820297

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)	18.42
一年内最高/最低价 (元)	21.09/11.23
市盈率 (当前)	38.12
市净率 (当前)	4.98
总股本 (亿股)	16.64
总市值 (亿元)	306.49

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 降本效果显著 Q2 利润环比大增
- 22 年业绩不及预期 23 年降本及增产可期
- 拟收购新恒河矿业 黄金业务具备高成长性

- 量价齐升, 利润高增。**2023 年公司实现营业收入 72.21 亿元, 同比+15.23%; 归母净利润 8.04 亿元, 同比+78.21%; 扣非后归母净利润 8.66 亿元, 同比+115.97%。其中, Q4 实现营业收入 21.59 亿元, 同比+20.54%, 环比+27.69%; 归母净利润 2.84 亿元, 同比+416.60%, 环比+36.63%; 扣非后归母净利润 3.03 亿元, 同比+1556.64%, 环比+58.53%。2023 年上海黄金交易所 Au (T+D) 均价为 449.66 元/克, 同比+14.7%。
- 矿产金产量持续提升, 多项目稳步推进成长性可期。**2020-2023 年, 公司黄金产量分别为 4.59、8.10、13.57 和 14.35 吨, 计划 2024 年生产黄金 16.02 吨, 延续增长态势。五龙矿业 2023 年下半年日均选矿量提升至 1800 吨以上, 井下开拓工程持续推进, 以满足 3000 吨/天选厂需求。吉隆矿业年新增 18 万吨金矿石选矿扩建项目预计 2024 年 6 月全部建设完成并进入试生产阶段。锦泰矿业溪灯坪金矿 14 万吨/年采选建设工程项目 2023 年 10 月投产。万象矿业西部尾矿库延伸、DSE 地下风机、顽石破碎线路、PP3 升级(增加水处理能力)、地下排水泵站等重要在建工程均按计划推进实施。金星瓦萨引进工程承包商, 提高掘进工程效率, 开拓 242 斜坡道和 B-shoot 南部斜坡道, 为 2024 年及瓦萨未来 5 年的井下出矿打开局面, 为解决掘进失调问题奠定基础。多项目稳步推进, 公司黄金业务具备高成长性。
- 稀土项目预计 Q2 投产。**2024 年 3 月控股子公司赤金夏钨收购 China Investment Mining (Laos) Sole Co., Ltd 90% 股权, 老挝川圹省勐康县勐康稀土项目预计 Q2 投产, 设计生产规模为年开采混合稀土氧化物 3,675 吨/年。公司计划 2024 年生产稀土氧化物 3,700 吨。
- 全方位降本增效效果显著。**2023 年公司战略转向产量稳步增长兼顾降本增效。通过采取集中化采购、技改、提高回收率等多种方式, 2023 年度国内矿山以人民币计量的黄金单位全维持成本同比-27.23%, 万象矿业和金星瓦萨以美元计量的黄金单位全维持成本同比分别-9.95%、-12.70%。
- 投资建议:** 公司国内外矿山扩产项目稳步推进, 黄金产量有望保持持续增长, 同时降本增效效果显著。美联储加息进入尾声, 金价有望迎来趋势性上涨。公司营业收入有望在 2024-2026 年分别达到 102.81/115.18/125.60 亿元, 归母净利润分别达到 16.88/23.39/26.16 亿元, 对应 EPS 分别为 1.01/1.41/1.57。维持公司“买入”评级。
- 风险提示:** 金价大幅下跌; 项目建设及产量释放不及预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	72.21	102.81	115.18	125.60
营收增速 (%)	15.23%	42.37%	12.04%	9.04%
归母净利润 (亿元)	8.04	16.88	23.39	26.16
归母净利润增速 (%)	78.21%	109.96%	38.56%	11.85%
EPS (元/股)	0.49	1.01	1.41	1.57
PE	37.59	18.16	13.10	11.72

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)	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,895.38	6,609.45	10,132.96	14,593.19	经营活动现金流	2203.08	2962.03	4370.28	3842.35
现金	1,662.28	2,366.66	6,318.18	9,759.34	净利润	871.05	1687.95	2338.77	2615.81
应收账款	513.21	742.65	664.36	869.89	折旧摊销	1464.69	1419.93	1432.95	1444.31
其它应收款	95.54	95.54	95.54	95.54	财务费用	194.87	274.98	230.36	251.19
预付账款	83.94	138.35	100.49	156.25	投资损失	-13.50	0.00	0.00	0.00
存货	2,406.91	3,130.89	2,819.03	3,576.81	营运资金变动	-402.75	-273.54	172.96	-687.34
其他	103.11	103.11	103.11	103.11	其它	88.72	-147.29	195.24	218.37
非流动资产	13,822.41	12,602.41	11,319.38	10,025.00	投资活动现金流	-1771.12	-203.75	-150.00	-150.00
长期投资	373.48	373.48	373.48	373.48	资本支出	-292.34	300.00	200.00	200.00
固定资产	5,821.91	5,285.69	4,689.14	4,048.11	长期投资	-15.66	0.00	0.00	0.00
无形资产	6,525.36	5,949.34	5,373.33	4,797.32	其他	-1463.12	-503.75	-350.00	-350.00
其他	466.98	466.98	466.98	466.98	筹资活动现金流	-228.12	-2053.90	-268.76	-251.19
资产总计	18,717.79	19,211.86	21,452.34	24,618.19	短期借款	361.60	-811.61	-38.40	0.00
流动负债	3,722.41	3,354.92	3,061.39	3,393.06	长期借款	-91.81	-1421.97	0.00	0.00
短期借款	850.01	38.40	0.00	0.00	其他	-497.91	179.68	-230.36	-251.19
应付账款	552.46	754.59	810.74	871.51	现金净增加额	203.84	704.37	3951.52	3441.16
其他	722.21	722.21	722.21	722.21					
非流动负债	6,453.18	5,031.20	5,031.20	5,031.20	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	1,421.97	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	5,031.20	5,031.20	5,031.20	5,031.20	营业收入	15.23%	42.37%	12.04%	9.04%
负债合计	10,175.58	8,386.12	8,092.59	8,424.26	营业利润	41.75%	109.80%	38.53%	11.84%
少数股东权益	2,390.22	2,531.13	2,726.37	2,944.74	归属母公司净利润	78.21%	109.96%	38.56%	11.85%
归属母公司股东权益	6,151.99	8,294.60	10,633.37	13,249.18	获利能力				
负债和股东权益	18,717.79	19,211.86	21,452.34	24,618.19	毛利率	32.58%	42.63%	44.99%	45.77%
					净利率	11.13%	16.42%	20.31%	20.83%
					ROE	10.20%	16.89%	18.97%	17.50%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROIC	12.68%	22.55%	32.40%	43.83%
营业收入	7,220.95	10,280.74	11,518.04	12,559.69	偿债能力				
营业成本	4,868.62	5,897.67	6,336.57	6,811.47	资产负债率	54.36%	43.65%	37.72%	34.22%
营业税金及附加	389.02	553.86	620.52	676.63	净负债比率	75.66%	54.50%	42.21%	8.85%
营业费用	0.69	0.98	1.10	1.20	流动比率	1.32	1.97	3.31	4.30
研发费用	51.75	73.68	82.55	90.02	速动比率	0.67	1.04	2.39	3.25
管理费用	461.37	656.87	735.93	802.48	营运能力				
财务费用	193.14	274.98	230.36	251.19	总资产周转率	0.40	0.54	0.57	0.55
资产减值损失	-3.52	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	16.37	16.37	16.37	16.37
公允价值变动收益	-71.34	-288.20	0.00	0.00	应付账款周转率	11.59	15.73	14.72	14.93
投资净收益	13.50	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业利润	1,208.08	2,534.49	3,511.01	3,926.70	每股收益	0.49	1.01	1.41	1.57
营业外收入	1.15	1.15	1.15	1.15	每股经营现金	1.32	1.78	2.63	2.31
营业外支出	2.97	2.97	2.97	2.97	每股净资产	3.70	4.99	6.39	7.96
利润总额	1,206.26	2,532.68	3,509.19	3,924.88	估值比率				
所得税	335.21	703.81	975.18	1,090.69	P/E	37.59	18.16	13.10	11.72
净利润	871.05	1,828.86	2,534.01	2,834.18	P/B	4.98	3.70	2.88	2.31
少数股东损益	67.11	140.91	195.24	218.37					
归属母公司净利润	803.93	1,687.95	2,338.77	2,615.81					
EBITDA	2,870.01	4,229.40	5,174.32	5,622.20					
EPS (元)	0.49	1.01	1.41	1.57					

分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021年12月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业助理研究员，FRM，2022年5月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现