

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

银泰黄金：增储扩产在路上

股票数据

03月03日收盘价(元)	11.55
52周股价波动(元)	7.71-16.35
总股本/流通A股(百万股)	2777/2446
总市值/流通市值(百万元)	32071/28254

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.1	1.2	-11.8
相对涨幅(%)	-11.8	-5.0	-18.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈先龙

Tel:02123219406

Email:cx115082@haitong.com

证书:S0850522120002

分析师:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxh11840@haitong.com

证书:S0850519090003

分析师:甘嘉尧

Tel:(021)23154394

Email:gjy11909@haitong.com

证书:S0850520010002

联系人:张恒浩

Tel:(021)23219383

Email:zh14696@haitong.com

投资要点:

- 现有矿山资源禀赋优异，增储空间广阔。**公司旗下金矿矿山包括黑河银泰(100%)、吉林板庙子(95%)、青海大柴旦(90%)和华盛金矿(60%)，铅锌银矿山包括玉龙矿业(76.67%)。公司增储空间广阔，分矿山来看：黑河银泰外围探矿权已预付部分转让款，目前正在办理矿权转让相关手续；吉林板庙子周边板石沟探矿权已开始实施钻探工程，并有工业矿体发现；青海大柴旦成矿条件优越，在两个采矿权周边有多处物化探异常，找矿潜力巨大。
- 资源优势持续转化为产量优势。**我们预计公司23-25年矿产金产量将持续增长，其中23年主要增量为青海大柴旦产能修复，24年主要增量为青海大柴旦在建产能投产，25年主要增量为华盛金矿投产和青海大柴旦产能爬坡，预计23-25年矿产金产量将达8.2/9.2/13.2吨，对应权益量7.8/8.7/11.4吨，权益产量增速15%/12%/31%。玉龙矿业现有产能达5000吨/天，随着玉龙矿业选矿技改项目的落地，我们预计公司银铅锌产量将会有所提升，预计23-25年白银产量将分别达到219/239/259吨，折权益量172/187/203吨，权益产量增速14%/9%/8%。
- 贵金属或将在23年迎来板块性投资机会。**我们分析央行购金需求不容小觑，央行购买黄金更多是出自于避险需求，当前美联储加息对经济影响逐渐显现，叠加美国债务达到上限，我们预计央行购金需求或持续处于高位，对金价产生支撑。另外，看好23年美国货币紧缩政策边际放缓带来的黄金板块的投资机会。我们预计，23-25年金价将分别达到420/440/430元/克。我们认为在金银比持续高企的背景下，白银的配置性价比凸显，预计23-25年银价将分别达到5100/5400/5200元/千克。
- 山东黄金高溢价收购，或反映公司成长性。**1月19日，山东黄金公告拟以127.6亿元收购公司20.93%股权，每股转让价格约为21.96元，收购完成后山东黄金将成为公司控股股东。对比公司当天收盘价溢价约92%，我们认为高溢价的原因除控制权交易溢价外，更多地反映了山东黄金对公司资源储量、生产经营状况、探矿前景的认可。
- 盈利预测与估值。**公司增储扩产空间广阔，成长性持续凸显，我们预计未来三年随着扩产项目的逐渐投产，公司净利润将处于快速增长期。我们预计公司23-25年EPS分别为0.59、0.74和1.00元/股。参考可比公司估值水平，给予2023年29-31倍PE估值，对应合理价值区间17.23-18.42元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**扩产进展不及预期；美联储超预期加息；原材料成本上升。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	9040	8382	9506	10450	12337
(+/-)YoY(%)	14.3%	-7.3%	13.4%	9.9%	18.1%
净利润(百万元)	1273	1124	1650	2053	2783
(+/-)YoY(%)	2.5%	-11.7%	46.7%	24.4%	35.5%
全面摊薄EPS(元)	0.46	0.40	0.59	0.74	1.00
毛利率(%)	25.1%	24.8%	29.9%	33.2%	37.4%
净资产收益率(%)	12.2%	10.3%	13.9%	15.5%	18.2%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

一、主要产品产销量预测：

假设预测期产销比均为 100%。

矿产金：

华盛金矿：华盛金矿 16 年以来基本停产，为扩大生产规模提高产能，公司收购完成后开始办理华盛金矿资源储量核实报告的重新编制以及生产规模变更的相关手续。22 年 9 月，公司完成储量核实报告的初稿并提交云南省自然资源厅储量评审中心进行合规性审查。2023 年 1 月，评审机构组织专家及第三方机构完成了野外核查，目前评审备案工作正在有序推进，报告编写单位正在根据野外核查中专家提出的意见进行修改。我们预计华盛芒市金矿将于 23 年完成资源备案工作并启动建设工程，以预可研报告中 18 个月建设期计算，我们预计华盛金矿将于 25 年投产，产量 3 吨。

青海大柴旦：截至 2022 年底，探转采涉及主要手续已经办理完成。新立采矿权审查申请于 22 年 12 月提交，预计 2023 年取得细晶沟金矿（新立）采矿权证；2022 年底公司已经完成划定矿区范围批复、水土保持审查等工作，计划 2023 年取得青龙沟金矿采矿权证（II、III 矿带）。随着选厂磨机筒体的更换调试以及细晶沟和青龙沟等区域的建设和投产，我们预计 23 年产量将有所恢复，预计 23-25 年产量将分别为 3 吨、4 吨和 5 吨。

黑河银泰、吉林板庙子：黑河银泰外围探矿权和吉林板庙子板石沟金矿不确定性较强，暂不考虑增量。

表 1 银泰黄金矿产金产量预测（吨）

	权益比例	2022	2023E	2024E	2025E
黑河银泰	100%	3.0	3.0	3.0	3.0
吉林板庙子	95%	2.0	2.2	2.2	2.2
青海大柴旦	90%	2.1	3.0	4.0	5.0
华盛金矿	60%	0.0	0.0	0.0	3.0
产量合计	-	7.1	8.2	9.2	13.2
权益产量合计	-	6.8	7.8	8.7	11.4

资料来源：公司 22 年年报，海通证券研究所预测

注：不考虑后续股权比例提升

注：权益产量为矿山产量乘公司持股比例

矿产银：

玉龙矿业：22 年底玉龙矿业产能达 5000 吨/天。随着选厂改扩建项目的落地，我们预计玉龙矿业 23-25 年白银产量将分别达到 200/220/240 吨，增速 16%/10%/9%。

表 2 银泰黄金矿产银产量预测（吨）

	权益比例	2022	2023E	2024E	2025E
黑河银泰	100%	18.1	18.0	18.0	18.0
吉林板庙子	95%	0.4	0.4	0.4	0.4
青海大柴旦	90%	0.3	0.3	0.3	0.3
玉龙矿业	76.67%	172.0	200.0	220.0	240.0
产量合计	-	190.7	218.7	238.7	258.7
权益产量合计	-	150.6	172.0	187.3	202.7

资料来源：公司 22 年年报，海通证券研究所预测

注：不考虑后续股权比例提升

注：权益产量为矿山产量乘公司持股比例

二、关键价格假设：

我们分析央行购金需求不容小觑，央行购买黄金更多是出自于避险需求，当前美联储加息对经济影响逐渐显现，叠加美国债务达到上限，我们预计央行购金需求或持续处于高位，对金价产生支撑。另外，看好 23 年美国货币紧缩政策边际放缓带来的黄金板块的投资机会。我们预计，23-25 年金价将分别达到 420/440/430 元/克。我们认为在金银比持续高企的背景下，白银的配置性价比凸显，预计 23-25 年银价将分别达到 5100/5400/5200 元/千克，预测期折价系数假设为 0.75。

表 3 银泰黄金其他关键盈利假设

关键指标	2022	2023E	2024E	2025E
平均金价 (元/克)	393	420	440	430
平均银价 (元/克)	3580	3825	4050	3900
克金成本 (元/克)	168	159	151	143

资料来源: 公司 22 年年报, Wind, 海通证券研究所预测

注: 平均银价已乘折价系数

表 4 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
600988.SH	赤峰黄金	310	0.35	0.50	0.87	42.6	36.9	21.5	4.6	5.6
600547.SH	山东黄金	800	-0.04	0.28	0.51	-434.7	69.8	37.9	1.4	2.8
	均值		0.2	0.4	0.7	-196.1	53.4	29.7	3.0	4.2

注: 收盘价为 2022 年 3 月 3 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 银泰黄金分业务盈利预测 (百万元)

业务	2021	2022E	2023E	2024E
		合质金		
收入	2709	3444	4048	5676
成本	1155	1304	1392	1892
毛利	1554	2140	2656	3784
毛利率(%)	57.37	62.14	65.61	66.67
		含银业务 (铅锌精矿含银+合质金含银)		
收入	647	837	967	1009
成本	331	350	382	414
毛利	316	487	585	595
毛利率(%)	49	58	60	59
		其他		
收入	5025	5226	5435	5652
成本	4816	5009	5209	5417
毛利	209	217	226	235
毛利率(%)	4.16	3.93	4.01	3.98

资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	8382	9506	10450	12337
每股收益	0.40	0.59	0.74	1.00	营业成本	6302	6663	6983	7723
每股净资产	3.93	4.27	4.76	5.52	毛利率%	24.8%	29.9%	33.2%	37.4%
每股经营现金流	0.72	1.19	0.47	1.73	营业税金及附加	178	202	219	260
每股股利	0.00	0.25	0.25	0.25	营业税金率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
价值评估 (倍)					营业费用	3	3	4	5
P/E	29.14	19.86	15.96	11.77	营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/B	3.00	2.76	2.48	2.14	管理费用	311	320	356	425
P/S	3.91	3.45	3.14	2.66	管理费用率%	3.7%	3.4%	3.4%	3.4%
EV/EBITDA	10.44	11.03	8.87	5.73	EBIT	1663	2328	2898	3937
股息率%	0.0%	2.1%	2.1%	2.1%	财务费用	38	68	72	91
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
毛利率	24.8%	29.9%	33.2%	37.4%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	13.4%	17.4%	19.7%	22.6%	投资收益	108	111	123	147
净资产收益率	10.3%	13.9%	15.5%	18.2%	营业利润	1616	2371	2948	3993
资产回报率	7.0%	9.0%	10.3%	11.8%	营业外收支	-7	-4	0	0
投资回报率	9.4%	11.8%	13.0%	15.3%	利润总额	1609	2367	2948	3993
盈利增长 (%)					EBITDA	2854	2651	3220	4259
营业收入增长率	-7.3%	13.4%	9.9%	18.1%	所得税	365	538	670	907
EBIT 增长率	-8.8%	40.0%	24.4%	35.9%	有效所得税率%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%
净利润增长率	-11.7%	46.7%	24.4%	35.5%	少数股东损益	120	179	224	302
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1124	1650	2053	2783
资产负债率	21.6%	24.4%	22.5%	24.3%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	1.91	2.12	2.70	2.89	货币资金	1874	4906	5965	10495
速动比率	1.44	1.90	2.26	2.66	应收账款及应收票据	40	46	51	63
现金比率	0.63	1.28	1.60	2.16	存货	1359	776	1578	1036
经营效率指标					其它流动资产	2410	2381	2440	2405
应收账款周转天数	1.71	1.63	1.68	1.67	流动资产合计	5683	8108	10034	13998
存货周转天数	68.19	57.67	60.67	60.92	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.52	0.55	0.55	0.57	固定资产	2906	2592	2277	1963
固定资产周转率	2.93	3.46	4.29	5.82	在建工程	247	247	247	247
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	无形资产	6572	6572	6572	6572
净利润	1124	1650	2053	2783	非流动资产合计	10484	10161	9839	9516
少数股东损益	120	179	224	302	资产总计	16167	18269	19873	23514
非现金支出	1256	323	323	323	短期借款	840	1086	1346	1584
非经营收益	-165	-61	-63	-72	应付票据及应付账款	1530	2130	1730	2543
营运资金变动	-346	1207	-1226	1457	预收账款	3	4	3	4
经营活动现金流	1989	3298	1311	4794	其它流动负债	603	603	643	720
资产	-609	-4	0	0	流动负债合计	2975	3822	3722	4852
投资	-908	0	0	0	长期借款	109	229	349	469
其他	156	111	123	147	其它长期负债	403	403	403	403
投资活动现金流	-1360	107	123	147	非流动负债合计	512	632	752	872
债权募资	268	366	380	358	负债总计	3487	4455	4475	5724
股权募资	0	0	0	0	实收资本	2777	2777	2777	2777
其他	-863	-740	-755	-770	归属于母公司所有者权益	10913	11869	13228	15317
融资活动现金流	-595	-373	-375	-411	少数股东权益	1767	1946	2170	2473
现金净流量	42	3032	1059	4529	负债和所有者权益合计	16167	18269	19873	23514

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 03 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈先龙 有色金属行业
陈晓航 有色金属行业
甘嘉尧 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 赤峰黄金,紫金矿业,洛阳钼业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。