

投资评级 优于大市 维持

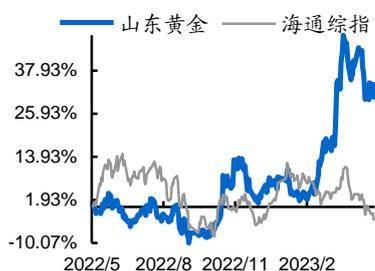
成功竞拍金矿矿业权，资源布局持续深化

股票数据

05月26日收盘价(元)	24.86
52周股价波动(元)	16.58-27.60
总股本/流通A股(百万股)	4473/3614
总市值/流通市值(百万元)	111209/111209

相关研究

《山东黄金：内外联动巩固黄金龙头地位》
2023.03.07

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.5	14.0	31.2
相对涨幅(%)	1.2	18.4	36.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈先龙

Tel:02123219406

Email:cxl15082@haitong.com

证书:S0850522120002

分析师:陈晓航

Tel:(021)23185622

Email:cxh11840@haitong.com

证书:S0850519090003

分析师:甘嘉尧

Tel:(021)23185615

Email:gjy11909@haitong.com

证书:S0850520010002

联系人:张恒浩

Tel:(021)23185632

Email:zh14696@haitong.com

投资要点:

- 成功竞拍金矿矿业权。**山东黄金控股子公司金舜矿业以8.66亿元竞得大桥金矿采矿权。截至22年5月31日，该矿区范围内保有金金属量约42吨，伴生银金属量约116吨，其中矿山保有矿体金金属量31.98吨，平均品位3.30克/吨，伴生银金属量68.28吨，平均品位7.05克/吨（矿山已动用金金属量9.85吨，伴生银金属量21.30吨）；另保有低品位矿体矿石量1871.70万吨，金金属量20.27吨，平均品位1.08克/吨，伴生银金属量69.35吨，平均品位3.71克/吨。该矿2012年至2020年7月正常生产，2020年8月由于尾矿库滑坡原因停产至今。
- 甘肃布局持续深化。**据22年年报，公司在甘肃省的资源为西和中宝（控股70%），截至22年底，西和中宝资源量为30.86吨；22年西和中宝矿产金产量为1.01吨，实现净利润1.37亿元。据公司第六届董事会第三十三次会议决议公告，为拓展新的黄金资源开发基地，推进矿产资源开发高质量发展，2023年1月12日公司通过设立甘肃子公司的议案，公司拟与甘肃资管共同出资设立子公司，公司以货币出资2.7亿元（占注册资本的60%），甘肃资管以货币出资1.8亿元（占注册资本的40%），设立的子公司将作为整合及开发甘肃优质黄金矿产资源的主体。
- 资源禀赋优异，成矿条件优良。**据山东黄金集团公众号，甘肃作为国内黄金资源储量第二大省，其金矿资源主要富集于西秦岭地区。大桥金矿在区域地质上属西秦岭造山带东段，地处南秦岭褶皱带与中秦岭褶皱带的过渡部位，成矿地质条件优越。我们认为，大桥金矿采矿权的成功获取以及西和中宝的运营经验，将成为公司在西秦岭地区矿产资源整合开发的切入点，打造陇南黄金资源开发新基地。
- 黄金或将在23年迎来新周期。**我们分析，在“逆全球化”背景下，全球央行对货币金融自主可控的重视程度逐渐提升，我们预计黄金“超主权”货币的属性将持续凸显，央行购金需求或保持高位。美联储加息进程已近尾声，我们持续看好后续美联储货币紧缩政策放缓以及限制性政策下货币宽松预期累积带来的黄金板块的投资机会。
- 盈利预测与估值。**公司资源优势显著，我们预计未来三年随着公司国内业务的多点开花和国外业务的持续推进，公司矿产金产量或迎来快速增长期，巩固其龙头地位。暂不考虑收购银泰黄金所带来的增量，我们预计公司23-25年BPS分别为7.81、8.46和9.27元/股。参考可比公司估值水平，且考虑到公司的龙头地位，给予2023年3.5-3.6倍PB估值，对应合理价值区间27.34-28.12元/股，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**大桥金矿尾矿库进展不及预期；原材料成本波动风险；金价波动风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33935	50306	68399	78349	82734
(+/-)YoY(%)	-46.7%	48.2%	36.0%	14.5%	5.6%
净利润(百万元)	-194	1246	2292	3123	3850
(+/-)YoY(%)	-109.6%	743.2%	84.0%	36.2%	23.3%
全面摊薄EPS(元)	-0.04	0.28	0.51	0.70	0.86
毛利率(%)	10.6%	14.1%	14.3%	15.0%	16.1%
净资产收益率(%)	-0.7%	3.8%	6.6%	8.3%	9.3%

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

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2023E
002155.SZ	湖南黄金	161	0.36	0.64	0.82	35.6	21.0	16.3	0.7	2.5
600988.SH	赤峰黄金	265	0.27	0.62	0.90	66.6	25.6	17.8	3.5	4.3
000975.SZ	银泰黄金	338	0.41	0.59	0.73	27.3	20.5	16.8	3.4	2.8
	均值		0.35	0.62	0.81	43.1	22.3	16.9	2.5	3.2

注: 收盘价为 2022 年 5 月 26 日价格, EPS 为 wind 一致预期
资料来源: Wind, 海通证券研究所

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	50306	68399	78349	82734
每股收益	0.28	0.51	0.70	0.86	营业成本	43212	58609	66570	69389
每股净资产	7.35	7.81	8.46	9.27	毛利率%	14.1%	14.3%	15.0%	16.1%
每股经营现金流	0.66	2.22	2.92	1.75	营业税金及附加	822	1026	1258	1303
每股股利	0.00	0.05	0.05	0.05	营业税金率%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%
价值评估 (倍)					营业费用	176	233	364	334
P/E	76.62	41.65	30.57	24.80	营业费用率%	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%
P/B	2.90	2.73	2.52	2.30	管理费用	2316	3078	3526	3723
P/S	1.90	1.40	1.22	1.15	管理费用率%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
EV/EBITDA	14.30	11.96	9.90	8.98	EBIT	3533	4920	5994	7325
股息率%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	财务费用	1047	1432	1612	1742
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
毛利率	14.1%	14.3%	15.0%	16.1%	资产减值损失	-1	-182	-169	-145
净利润率	2.5%	3.4%	4.0%	4.7%	投资收益	78	34	340	215
净资产收益率	3.8%	6.6%	8.3%	9.3%	营业利润	2102	3340	4554	5653
资产回报率	1.4%	2.1%	2.5%	2.9%	营业外收支	-96	0	0	0
投资回报率	4.3%	5.4%	5.6%	5.9%	利润总额	2006	3340	4554	5653
盈利增长 (%)					EBITDA	6784	8958	10680	12348
营业收入增长率	48.2%	36.0%	14.5%	5.6%	所得税	583	835	1138	1413
EBIT 增长率	633.7%	39.3%	21.8%	22.2%	有效所得税率%	29.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	743.2%	84.0%	36.2%	23.3%	少数股东损益	178	213	292	390
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1246	2292	3123	3850
资产负债率	59.6%	63.5%	66.0%	65.4%					
流动比率	0.62	0.78	0.90	0.99	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.45	0.60	0.73	0.82	货币资金	9634	17802	27822	31366
现金比率	0.28	0.43	0.57	0.67	应收账款及应收票据	195	242	282	257
经营效率指标					存货	4092	5252	5950	5470
应收账款周转天数	0.93	1.05	1.09	1.05	其它流动资产	7553	9035	9637	9421
存货周转天数	29.48	28.70	30.29	29.62	流动资产合计	21475	32331	43692	46514
总资产周转率	0.60	0.69	0.68	0.64	长期股权投资	1989	2336	2525	2741
固定资产周转率	1.75	2.13	2.25	2.23	固定资产	30712	33455	36104	38138
					在建工程	6121	6772	7595	8470
					无形资产	19373	23881	26076	29457
					非流动资产合计	69246	74431	80351	86934
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	90722	106762	124043	133448
净利润	1246	2292	3123	3850	短期借款	6614	8114	9714	11414
少数股东损益	178	213	292	390	应付票据及应付账款	7193	6704	10324	7272
非现金支出	3378	4220	4855	5168	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	419	648	621	1027	其它流动负债	20853	26601	28470	28211
营运资金变动	-2249	2570	4149	-2589	流动负债合计	34661	41419	48509	46897
经营活动现金流	2972	9943	13041	7846	长期借款	13548	20548	27548	34548
资产	-4005	-8931	-10481	-11424	其它长期负债	5816	5816	5816	5816
投资	-134	-473	-293	-328	非流动负债合计	19365	26365	33365	40365
其他	-1112	34	340	215	负债总计	54025	67783	81874	87262
投资活动现金流	-5251	-9370	-10434	-11537	实收资本	4473	4473	4473	4473
债权募资	8040	8500	8600	8700	归属于母公司所有者权益	32877	34946	37845	41471
股权募资	6235	0	0	0	少数股东权益	3819	4032	4325	4715
其他	-8813	-906	-1186	-1466	负债和所有者权益合计	90722	106762	124043	133448
融资活动现金流	5462	7594	7414	7234					
现金净流量	3228	8167	10021	3544					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 26 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： 神火股份,格林美,赤峰黄金,赣锋锂业,盛新锂能,紫金矿业,天齐锂业,华友钴业,湖南黄金,中矿资源,洛阳钼业,山东黄金,西部材料,盛达资源,银泰黄金

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。