

## 业绩低于预期，风物长宜放眼量

2022 年 05 月 03 日

推荐

维持评级

当前价格：

18.36 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张建业

执业证号：S0100120080003

邮箱：zhangjianye@mszq.com

## 相关研究

1. 黄金行业深度报告：黄金配置来了
2. 黄金行业深度报告：以史为鉴：金价上行的前瞻指标——期限利差倒挂

► **公司公布 2021 年报、2022 年一季度季报：**2021 年，公司实现营收 37.83 亿元，同比减少 17.01%；归母净利润 5.83 亿元，同比减少 25.69%。其中，Q4 公司实现营收 11.14 亿元，同比增长 3.93%、环比增长 11.90%；归母净利润 0.32 亿元，同比减少 88.60%、环比减少 78.93%。2022Q1 公司实现营收 14.88 亿元，环比增加 33.52%；归母净利润 1.74 亿元，环比增长 450.62%。

► **黄金主导，多金属同步拓展。从业务结构来看，**2021 年黄金营收 29.69 亿元（+79.1%），毛利占比 69.34%，毛利率 29.28%；电解铜营收 3.37 亿元（-79.95%），毛利占比 16.72%，毛利率 62.10%。**价格端：**2021 年黄金、电解铜的销售单价同比变动-2.82%/+53.72%。**销量端：**黄金、电解铜的销量分别同比 +100.17%/-86.96%。

► **短期业绩下滑，放眼长期发展。**公司 2021 年业绩下滑的主要源于：1) Sepon 矿铜转处于初期，矿产金回收率处于低位，叠加技改项目进展不及预期和疫情干扰生产，整体带来矿产金的营业成本上升，权益计算的净利润同比下降 29.34%；2) 境内五龙、吉隆矿业由于基建项目的推进影响了生产效率和矿石品位，导致暂时性的产量减少和成本上行，净利润分别同比-28.09%/-12.60%；3) 出于谨慎性原则，低回收率下对老挝库存矿石计提资产减值准备 1.92 亿元。从长期发展来看，随着基建和技改项目落地，克金成本下降空间较大，业绩增长潜力充足。

► **海外资源延伸，外延+内生前景广阔。**1) 塞班探矿增储和 Wassa 并购带来资源储量的飞跃，截至 2021 年底，公司共保有金资源量 575.37 吨；2) 瀚丰矿业立山矿深部勘探成果突出，新增锌金属量 54.26 万吨，铜金属 3.09 万吨，铅金属量 2.86 万吨和银金属量 131 吨；3) 国家自然资源部牵头的 3000 米深钻项目在五龙金矿正式启动；4) 塞班矿新发现稀土资源，资源禀赋进一步增强。

► **技改项目推进，降本增产可期。**1) 五龙矿业扩产项目于 2021 年底正式投产，选矿能力提升至 3000 吨/日。2) 吉隆矿业 1000 吨/日选厂升级项目已经启动，项目周期预计 18 个月。3) 万象矿业：新建氧气站预计于 2022Q3 完全建成，原生矿处理能力将提升 60%，随着项目优化，回收率将从 55%左右提升至 80%。4) 加纳 Wassa 选矿产能达 300 万吨/年，随着竖井工程建设提升地下采矿量，有望贡献 6-8 吨产量。5) 2021 年立山矿证载规模提升至 60 万吨/年，新建千米竖井工程，计划 2022 年竣工，深部资源将得到效利用。

► **盈利预测与投资建议：**2022 年，全球通胀水平仍处高位，实际利率大概率继续下行，持续推动金价，我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润为 12.91/17.88/24.26 亿元，4 月 29 日收盘价对应的 PE 分别为 24X/17X/13X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进度不及预期，金属价格下跌，地缘政治风险等。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2021A | 2022E | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 3,783 | 8,299 | 10,289 | 12,493 |
| 增长率（%）          | -17.0 | 119.4 | 24.0   | 21.4   |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 583   | 1,291 | 1,788  | 2,426  |
| 增长率（%）          | -25.7 | 121.5 | 38.5   | 35.7   |
| 每股收益（元）         | 0.35  | 0.78  | 1.07   | 1.46   |
| PE              | 52    | 24    | 17     | 13     |
| PB              | 6.1   | 4.2   | 3.0    | 2.2    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

# 目录

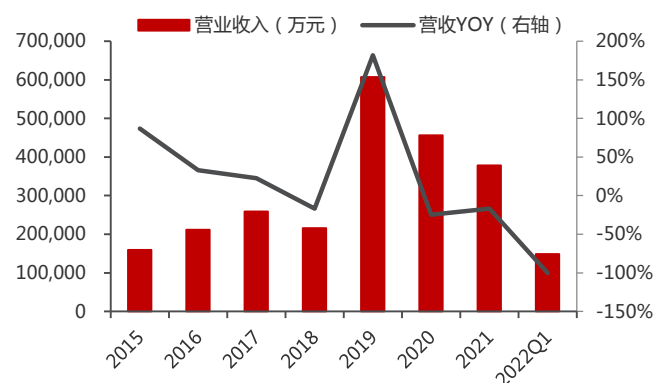
|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>1.业绩短期下滑，费用管控卓有成效</b>       | <b>3</b>  |
| <b>2.黄金主业不断聚焦，成本有望下行</b>       | <b>7</b>  |
| 2.1 2021 年度业绩：金价下行、成本抬升，业绩步伐放慢 | 7         |
| 2.2 22Q1 季度业绩：塞班矿项目推进，盈利水平逐渐恢复 | 9         |
| <b>3.黄金资源全球布局，增储扩产双重驱动</b>     | <b>10</b> |
| 3.1 优质资源保障竞争实力                 | 10        |
| 3.2 技改扩产助推业绩增长                 | 11        |
| 3.3 股权结构优化带来成长活力               | 11        |
| <b>4.盈利预测与投资建议</b>             | <b>12</b> |
| <b>5.风险提示</b>                  | <b>13</b> |
| <b>插图目录</b>                    | <b>15</b> |
| <b>表格目录</b>                    | <b>15</b> |

**公司公布 2021 年年报** 2021 年,公司实现营收 37.83 亿元,同比减少 17.01%;归母净利润 5.83 亿元,同比减少 25.69%;扣非归母净利润 5.34 亿元,同比减少 21.32%。

分季度来看,2021Q4,公司实现营收 11.14 亿元,同比增长 3.93%,环比增长 11.90%;归母净利润 0.32 亿元,同比减少 88.60%、环比减少 78.93%;扣非归母净利润-0.43 亿元,同比减少 123.52%、环比减少 126.55%。

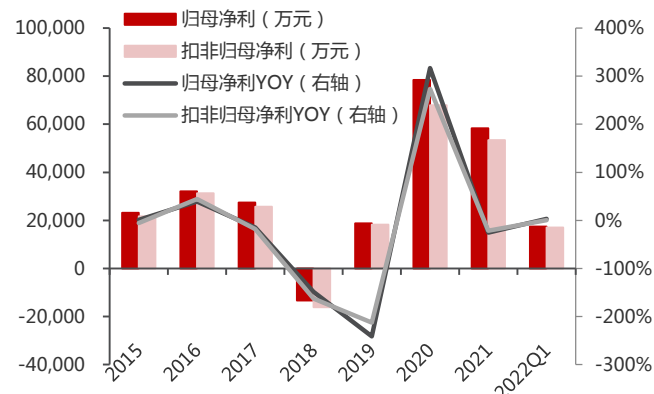
**公司公布 2022 年一季报**: 2022Q1,公司实现营收 14.88 亿元,同比增长 94.92%,环比增加 33.52%;归母净利润 1.74 亿元,同比增长 3.23%,环比增长 450.62%;扣非归母净利润 1.70 亿元,环比扭亏为盈,同比增长 0.76%。

图 1: 2021 年,公司实现营收 37.83 亿元



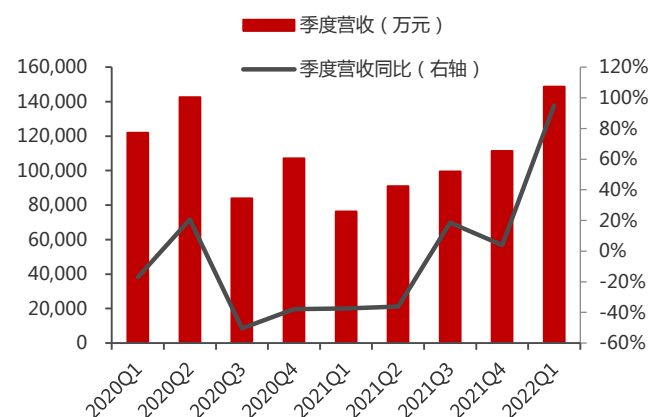
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 2: 2021 年,公司实现扣非归母净利润 5.34 亿元



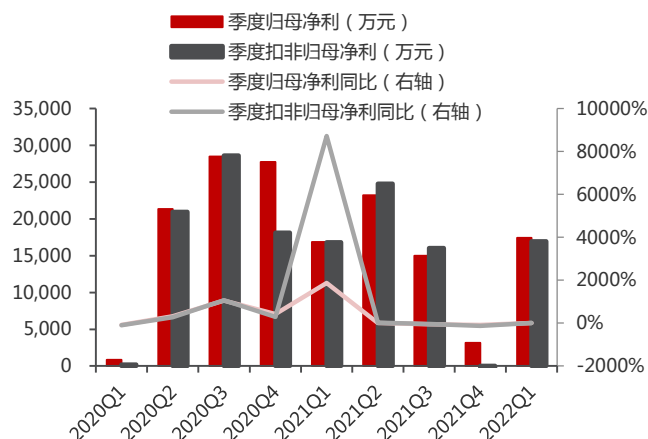
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 3: 2022Q1, 公司实现营收 14.88 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

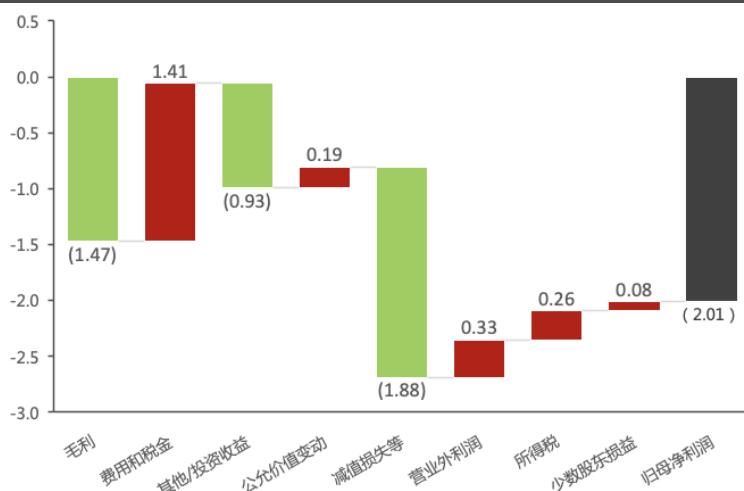
图 4: 2022Q1, 公司实现扣非归母净利润 1.70 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

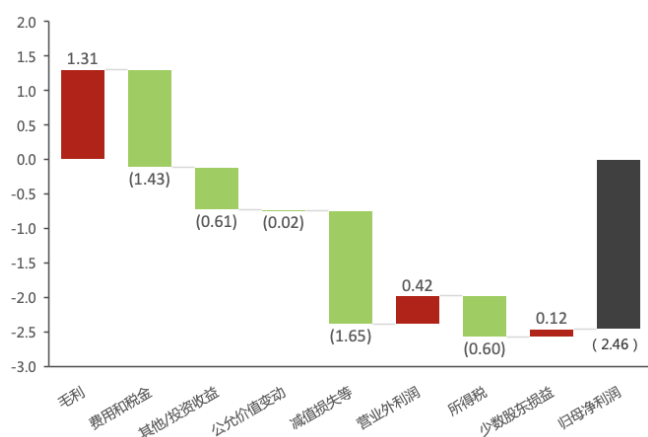
## 1. 业绩短期下滑, 费用管控卓有成效

**2021 年公司实现归母净利润 5.83 亿元, 同比减少 2.01 亿元。**减利点主要在于减值损失等 (-1.88 亿元), 毛利 (-1.47 亿元) 和其他/投资收益 (-0.93 亿元)。增利点来自于费用和税金 (+1.41 亿元), 营业外利润 (+0.33 亿元), 所得税 (+0.26 亿元), 公允价值变动 (+0.19 亿元) 和少数股东权益 (+0.08 亿元)。万象矿业氧气站设备事故延误项目进度, 回收率未达目标, 出于谨慎性原则公司对在库矿石计提减值准备, 减少了 2021 年净利润。

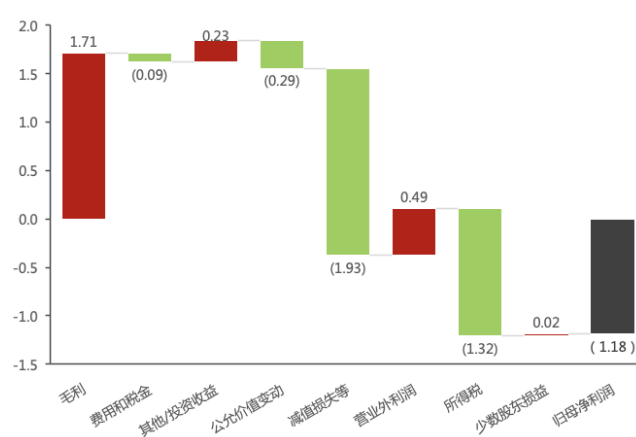
**图 5：2021 年公司业绩同比变化拆分（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**分季度同比来看，2021Q4 归母净利润 0.32 亿元，同比减少 2.46 亿元。**主要减利点在于减值损失（-1.65 亿元）、费用和税金（-1.43 亿元），其他/投资收益（-0.61 亿元）和所得税（-0.60 亿元）。同比增利点在于毛利（+1.31 亿元），营业外利润（+0.42 亿元），少数股东损益（+0.12 亿元）。**分季度环比来看，2021Q4 归母净利润环比下降 1.18 亿元，关键在于减值损失减利 1.93 亿元。**其他减利点在于所得税（-1.32 亿元）、公允价值变动（-0.29 亿元）、费用和税金（-0.09 亿元）。增利点主要来自于毛利（+1.71 亿元），营业外利润（+0.49 亿元）和其他/投资收益（+0.23 亿元）。2021Q4 毛利环比增加主要原因是前三个季度万象矿业的生产受老挝疫情和更换设备发生事故的影响，随着第四季度生产进入恢复期，销量端和成本端逐渐好转，带动盈利提升。

**图 6：2021Q4 业绩同比变化拆分（单位：亿元）**


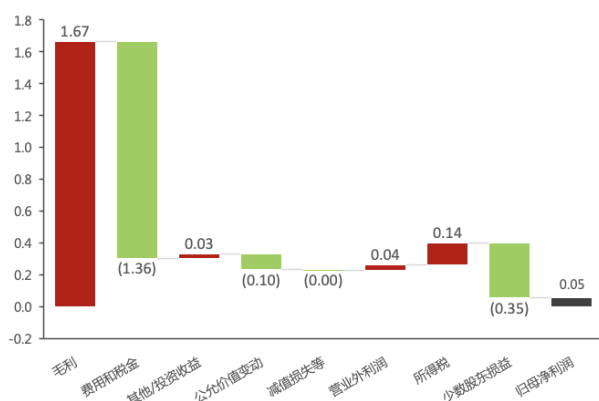
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 7：2021Q4 业绩环比变化拆分（单位：亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

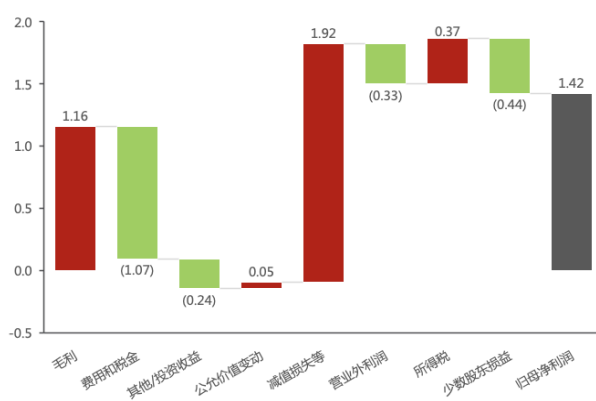
**2022Q1 公司实现归母净利润 1.74 亿元。1) 同比来看：归母净利润同比增加 0.05 亿元。**主要的增利点在于毛利（+1.67 亿元）和所得税（+0.14 亿元）。主要的减利点在于费用和税金（-1.36 亿元）、少数股东损益（-0.35 亿元）和公允价值变动（-0.10 亿元）。**2) 环比来看：归母净利润环比上升 1.42 亿元，核心在于减值损失环比增利 1.92 亿元。**其他增利点还在于毛利（+1.16 亿元）、所得税（+0.37 亿元）和公允价值变动（+0.05 亿元）。主要减利点来自于费用和税金（-1.07 亿元）、少数股东损益（-0.44 亿元）、营业外利润（-0.33 亿元）和其他/投资收益（-0.24 亿元）。

图 8：2022Q1 业绩同比变化拆分（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2022Q1 业绩环比变化拆分（单位：亿元）

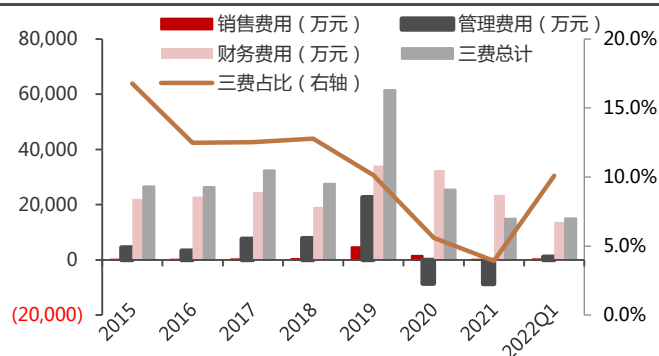


资料来源：wind，民生证券研究院

从期间费用的变化来看，公司 2021 年期间费用率大幅下降。公司采取了有效的费用管控措施，期间费用率由 2015 年的 16.76% 降低至 2021 年的 4.59%，成效显著。

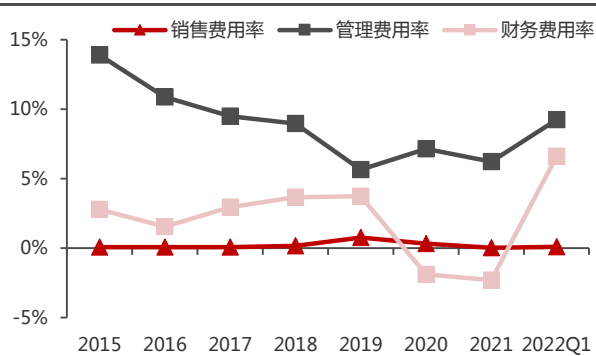
年度同比来看：2021 年销售费用同比下降 94.89%，主要原因是万象矿业电解铜减产导致运费相应减少；由于剥离雄风环保，2021 年管理费用同比下降 27.72%，研发费用同比下降 66.45%。季度变化来看：2022Q1 公司管理费用同比上升 241.78%、环比上升 4.22%，主要是并购金星资源产生的财务顾问费用、中介服务等，不具有持续性。财务费用同比上涨 77.25%，主要是增加借款后利息增加所致。

图 10：2021 年公司三费占比为 3.93%



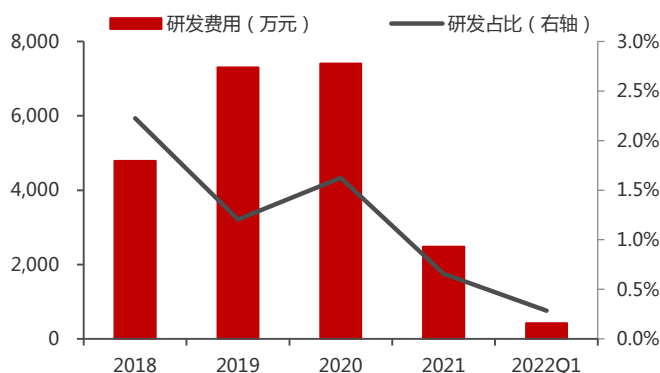
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：公司三费占比情况



资料来源：wind，民生证券研究院

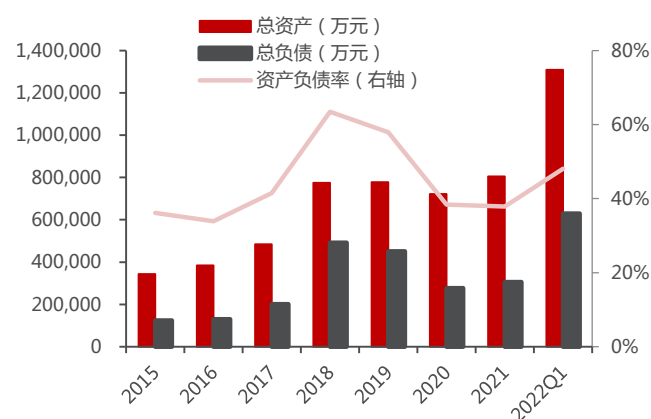
图 12：公司研发费用情况



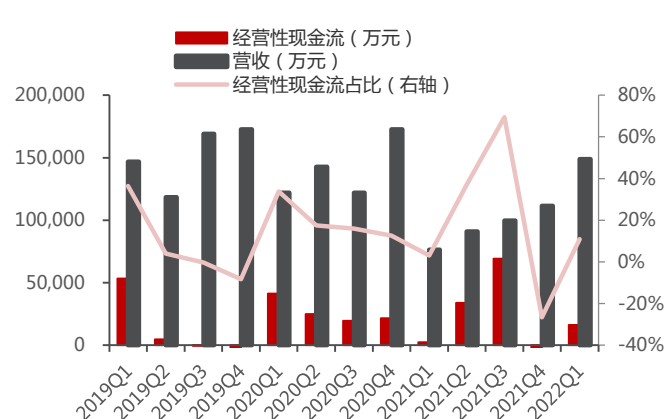
资料来源：wind，民生证券研究院

**从资金能力的角度来看** 2021 年公司账面现金 18.88 亿, 同比下降 11.84%, 主要是因为 2021 年扩产技改项目投入大量资金。2021 年公司经营活动现金流量净额为 7.55 亿元, 同比下降 3.17 亿 (-29.58%), 主要是因为雄风环保不再纳入合并范围以及矿产金盈利能力下降; 投资活动现金流量净额同比下降 257.84%, 主要是万象矿业金矿项目及五龙矿业新选厂建设增加投资支出; 公司筹资活动现金流量净额同比增加 5.21 亿元, 是因为 2020 年偿还债务较多而 2021 年产生新的有息负债。截至 2021 年 12 月 31 日, 公司资产负债率为 37.90%, 在连续并购两个大型海外矿山后公司仍保持较好的偿债能力, 未来能够通过多种渠道进行融资, 进一步延伸资源布局。

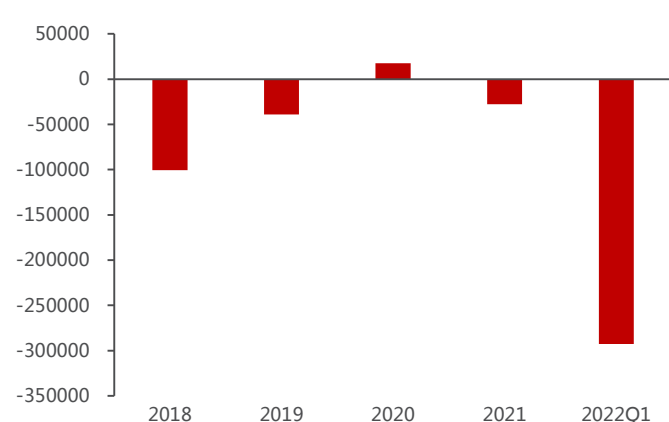
**单季度来看**, 2022Q1 公司账面现金 9.6 亿, 较年初减少 85.77%, 其中, 经营活动产生的现金流量净额同比增长 581.22%, 是因为销售收入增加, 同时优化采购流程、合理安排采购款项支付、减少各项费用支出; 投资活动现金流量净额同比减少 436.05%, 主要是 2022 年 1 月 28 日支付 17.71 亿元完成了金星资源的资产交割; 筹资活动现金流量净额环比增加 608.04%, 主要是 2022Q1 增加了 3.5 亿短期借款和 12.63 亿长期借款, 资产负债率环比上涨 10.21%。

**图 13 : 2022Q1 公司资产负债率为 48.11%**


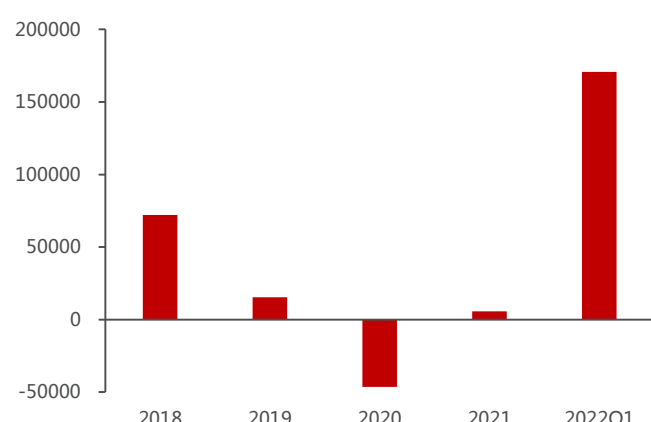
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图 14 : 公司单季度经营活动净现金流**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图 15 : 公司投资活动现金流净额 (单位: 万元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

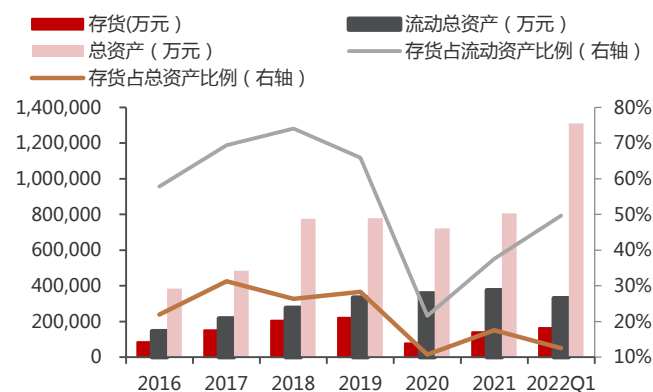
**图 16 : 公司筹资活动现金流净额 (单位: 万元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**公司存货价值量略有波动。**因 2020 年剥离雄风环保, 存货账面价值大幅减少, 2021 年末存货账面价值升至 14.12 亿元, 在产品和库存消耗品占比分别为 66.70%和 25.80%。为了减小疫情对物流的冲击、降低原材料价格上涨带来的风

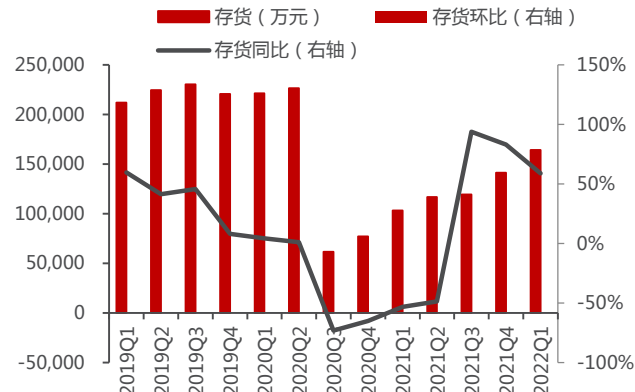
险、满足万象矿业矿产金项目扩产需求，2021 年公司加量储备了原材料，库存消耗品、在产品账面数额均显著增加。

图 17：公司存货持续上升



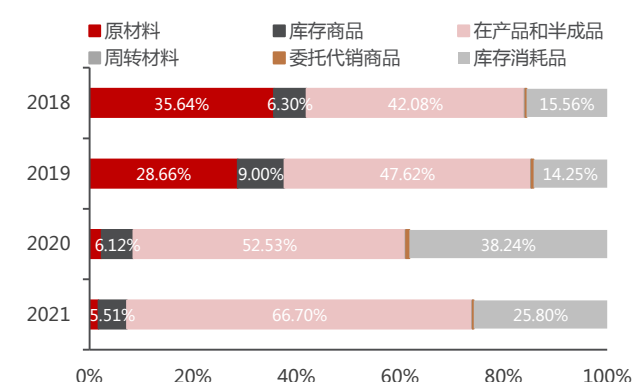
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：公司存货单季情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：公司存货占比情况



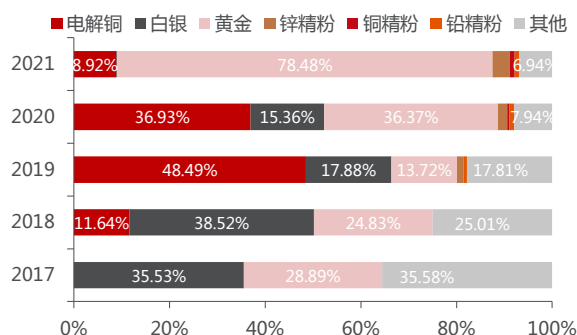
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2. 黄金主业不断聚焦，成本有望下行

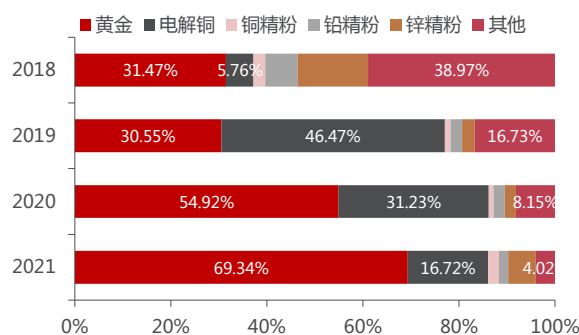
### 2.1 2021 年度业绩：金价下行、成本抬升，业绩步伐放慢

公司主要产品为黄金、电解铜等贵金属、有色金属。公司同步布局海内外，所属矿业子公司均为探矿、采矿、选矿一体化的矿山企业，资源优势明显。依托国际先进的矿业生产技术，逐步推进技改扩产项目投产，降本增效成果显著。

**黄金贡献主要营收和毛利。** 1) 黄金：2021 年实现营收 29.69 亿元，同比增加 79.1%，营收占比 78.48%，同比提升 42.11%，毛利占比 69.34%，同比提升 14.42%；2) 电解铜：2021 年实现营收 3.37 亿元，同比减少 79.95%，营收占比为 8.92%，毛利占比 16.72%。随着 2018 年收购万象矿业后实行由铜转金的生产规划，黄金营收占比从 2017 年的 28.89% 涨至 2021 年的 78.48%，逐渐聚焦黄金主业。

**图 20：公司主营产品营收占比**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 21：公司主营产品毛利占比**


资料来源：wind，民生证券研究院

**2021 年金价小幅下行，铜价大幅上升。黄金方面**，受大宗商品巨幅波动和美联储货币紧缩预期的影响，2021 年黄金价格在经历高位盘整后暂时出现小幅回调；**铜方面**，由于宏观经济预期变化和供需收紧，2021 年铜价全年涨幅达 22.4%。公司产品销价随行就市，2021 年黄金销售单价为 380.77 元/克（同比-2.82%），电解铜销售单价为 6.14 万元/吨（同比+53.72%）。

**从单位成本来看**，黄金、电解铜的单位成本同比分别+27.45%/-21.48%。黄金单位成本的大幅上涨，一方面是公司大力推进基建项目使得境内吉隆矿业、五龙矿业、华泰矿业的生产受到影响，矿石入选品位降低，成本有所抬升；另一方面是万象矿业金矿生产尚处初期，所选矿石品位较低、复杂难选，且由于疫情和设备事故，生产效率降低，成本大幅提升。因万象矿业贡献了主要的矿产金产量，导致整个公司的黄金单位成本同比增幅较大。

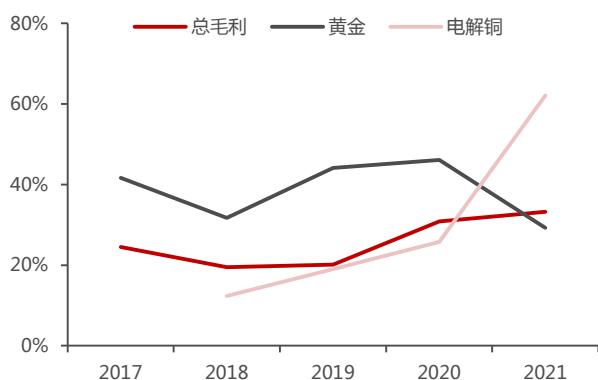
**从盈利能力来看**，1）黄金：2021 年毛利率 29.28%，同比下降 16.80%，黄金业务毛利率大幅下降是由金价下行和成本抬升同时导致的；2）电解铜：受铜价上升带动，2021 年毛利率 62.10%，同比上升 36.30%。

**表 1：公司主要产品销售单价、单位成本和毛利率**

| 产品  | 单位   | 2021 年 |       |        | 2020 年 |        |        |
|-----|------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
|     |      | 销售单价   | 单位成本  | 毛利率    | 销售单价   | 单位成本   | 毛利率    |
| 黄金  | 元/克  | 380.77 | 269.3 | 29.28% | 391.84 | 211.29 | 46.08% |
| 电解铜 | 万元/吨 | 6.14   | 2.33  | 62.10% | 4.00   | 2.97   | 25.80% |

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

注：2020 年黄金包括矿产金和冶炼金。

**图 22：公司主要产品毛利率**


资料来源：wind，民生证券研究院

从销量、库存角度看, 1) 矿产金: 2021 年销量 7.80 吨, 同比增长 100.17%, 库存增加 0.4 吨; 2) 电解铜: 2021 年销量为 0.55 万吨, 同比减少 86.96%, 库存减少 0.05 万吨。矿产金和电解铜的销量变化主要由于公司明确黄金主线, 万象矿业由铜转金。

**表 2: 2021 年公司主要产品产销和库存情况**

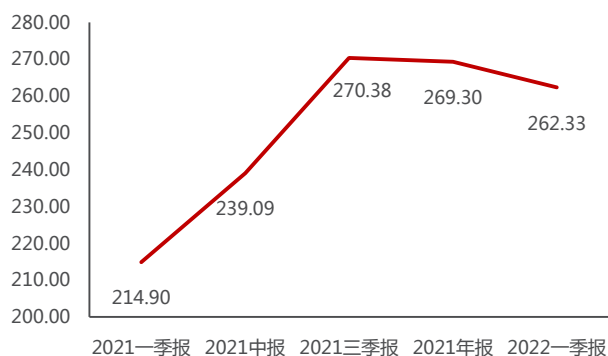
| 产品  | 项目  | 单位 | 2021 | 2020 | 同比      |
|-----|-----|----|------|------|---------|
| 矿产金 | 销售量 | 吨  | 7.80 | 4.59 | 69.93%  |
|     | 生产量 | 吨  | 8.10 | 3.90 | 107.69% |
|     | 库存量 | 吨  | 1.02 | 0.72 | 41.34%  |
| 电解铜 | 销售量 | 万吨 | 0.55 | 4.21 | -86.96% |
|     | 生产量 | 万吨 | 0.50 | 3.97 | -87.37% |
|     | 库存量 | 万吨 | 0.06 | 0.11 | -42.47% |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2.2 22Q1 季度业绩: 塞班矿项目推进, 盈利水平逐渐恢复

2021 年单季度来看, 1) 矿产金: 2021Q1 万象矿业的生产以易处理的氧化矿为主, 成本较低, 国内外矿产金平均成本为 214.90 元/吨。2021Q2 矿产金产量环比下滑 23.53%, 主要是受老挝疫情影响, 万象矿业部分原料无法进场扰乱了生产节奏, 同时带动单位成本环比上涨 21.33%。2021 年下半年开始, 万象矿业生产以原生矿为主, 但由于氧气站建设进度受到疫情和设备事故的双重影响, 第三季度的单位成本高达 332.32 元/克, 环比上涨 27.46%。2021Q4 万象矿业生产逐渐恢复, 国内外矿产金平均成本环比下降 19.76%, 达到 266.67 元/克, 并且公司于年底加大销售力度, 矿产金销量为 2.27 吨, 环比提升 22.70%。2) 电解铜: 2021 年单季度销量从 0.06 万吨逐步提升至 0.22 万吨, 产量扩大带来规模效应, 单位成本从 2021Q1 的 3.44 万元/吨降至 2021Q3 的 2.05 万元/吨, 第四季度小幅上涨至 2.28 万元/吨, 仍然具有较高利润空间。

**图 23: 各披露时点矿产金平均单位成本 (单位: 元/克)**



资料来源: wind, 民生证券研究院

**2022Q1 矿产金、电解铜产销大幅增长。**1) 矿产金: 产、销量分别为 3.26 吨/3.18 吨, 同比分别+47.59%/+83.70%。一方面是因为金星资源自 2022 年 2 月纳入合并范围, Wassa 矿贡献产量; 另一方面是万象矿业于 2022Q1 恢复正常生产, 黄金产销增加。根据一季报披露, 2022Q1 矿产金单位成本为 262.33 元/克, 环比下调, 主要是万象矿业设备稳定, 回收率提升, 未来成本仍有下调空间; 2) 电解铜: 产、销量分别为 0.22 万吨/0.23 万吨, 同比分别+184.15%/+294.22%。

由于 2022 年铜市场价格持续上涨，公司灵活调整生产，在坚持黄金主业的同时逐渐增加电解铜产量。

**表 3：2021Q1 至 2022Q1 公司主要产品单季度产销量、单位成本**

| 产品  | 项目   | 单位   | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 |
|-----|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 矿产金 | 生产量  | 吨    | 2.21   | 1.69   | 2.19   | 2.00   | 3.26   |
|     | 销售量  | 吨    | 1.73   | 1.94   | 1.85   | 2.27   | 3.18   |
|     | 单位成本 | 元/克  | 214.90 | 260.73 | 332.32 | 266.67 | 262.33 |
| 电解铜 | 生产量  | 万吨   | 0.08   | 0.07   | 0.20   | 0.16   | 0.22   |
|     | 销售量  | 万吨   | 0.06   | 0.08   | 0.19   | 0.22   | 0.23   |
|     | 单位成本 | 万元/吨 | 3.44   | 2.30   | 2.05   | 2.28   | 2.77   |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3. 黄金资源全球布局，增储扩产双重驱动

### 3.1 优质资源保障竞争实力

**坐拥国内外优质黄金资源，成本优势明显。**2021 年公司合计投入勘探资金约 0.86 亿元，其中境内矿山 0.24 万元，塞班矿 0.62 万元。根据 2021 年年报，公司共保有金资源量 575.37 吨。其中，1) 境内黄金矿山子公司吉隆矿业、华泰矿业及五龙矿业合计保有黄金资源量约 52.57 吨，高品位矿石使得境内黄金成本具有竞争力；2) 万象矿业东部区域发现数条易选金矿带，矿石资源量同比增长 118.89% 至 5910 万吨，保有黄金资源量约 158 吨，同比增长 53.94%；3) Wassa 金矿是一座位处加纳最大黄金成矿带的大型金矿，保有金资源量 364.8 吨。

**表 4：截至 2021 年末公司部分黄金采矿权资源量**

| 矿山名称 | 矿石资源量<br>(万吨) | 品位<br>(克/吨) | 矿石年产量<br>(万吨) |
|------|---------------|-------------|---------------|
| 吉隆矿业 | 42.38         | 14.57       | 12            |
| 华泰矿业 | 304.89        | 7.31        | 18.89         |
| 五龙矿业 | 127.74        | 8           | 10            |
| 万象矿业 | 5910          | 2.7         | 300           |
| 金星矿业 | 10329         | 3.53        | 270           |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：年产量为证载核定数

**多金属矿山实现资源突破，盈利能力强。**子公司瀚丰矿业保有立山矿和东风矿两宗采矿权，2021 年立山矿深部勘探成果突出，新增锌金属量 54.26 万吨，铜金属 3.09 万吨，铅金属量 2.86 万吨，银金属量 131 吨，进一步强化公司资源实力。疫情持续和地缘政治危机加剧供需矛盾，铜、锌价格大幅上涨，受益于此，2021 年瀚丰矿业生产的铜精粉、铅精粉和锌精粉毛利率分别达到 74.18%、70.53% 和 52.69%，具有较强的盈利能力。2021 年瀚丰矿业实现净利润 0.93 亿元，同比增长 48.66%，占公司归母净利润的 15.95%，业绩表现远超承诺。

**表 5：截至 2021 年末瀚丰矿业资源情况**

| 矿区名称 | 矿种    | 矿产组合 | 矿石量<br>(万吨) | 金属量<br>(吨) | 平均品位 (%) |
|------|-------|------|-------------|------------|----------|
| 立山矿  | 锌(Zn) | 主矿产  | 1969        | 640812     | 3.26     |

|     |       |      |       |       |          |
|-----|-------|------|-------|-------|----------|
| 东风矿 | 铅(Pb) | 共生矿产 | 390   | 58864 | 1.51     |
|     |       | 伴生矿产 | 1579  | 28496 | 0.18     |
|     | 铜(Cu) | 共生矿产 | 416   | 15760 | 0.38     |
|     |       | 伴生矿产 | 1579  | 26023 | 0.17     |
|     | 银(Ag) | 伴生矿产 | 1872  | 352   | 18.81g/t |
|     | 锌(Zn) | 主矿产  |       | 27962 | 3.96     |
|     | 铅(Pb) | 伴生矿产 | 70.66 | 1507  | 0.21     |
|     | 铜(Cu) | 共生矿产 |       | 3422  | 0.48     |
|     | 钼(Mo) | 共生矿产 | 74.52 | 1372  | 0.18     |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**矿山勘探进行时，资源禀赋有望持续增强。**1) 为打造辽东半岛金矿基地，五龙金矿被选为重点勘查靶区，“深地资源勘查开采”项目已于 2021 年开工启动，增储前景可期；2) 塞班矿发现富集的轻、重稀土，且均符合工业标准，公司继续加大勘探力度，资源前景具有想象空间。

### 3.2 技改扩产助推业绩增长

**子公司技改扩产进展顺利，降本增效值得期待。**1) **五龙矿业**：选厂扩产项目已于 2021 年底正式投产，选矿能力从 1200 吨/日升至 3000 吨/日。2) **吉隆矿业**：选厂改造项目已经启动，选矿能力将从 450 吨/日提升至 1000 吨/日，预计 2022 年完工。3) **万象矿业**：相对于氧化矿而言，原生矿品位高、回收率低，为提升原生矿转化为氧化矿的效率，万象矿业新建氧气站，处理能力翻倍，达到 124 吨/小时。随着项目完全建成和选矿流程的优化，22 年回收率有望从 55% 提升至 70%，未来预期达到 80%，成本有大幅下降空间。4) **加纳 Wassa**：2017 年从露采转为地采，为匹配 300 万吨/年的选矿能力，公司计划推进竖井工程加大地下采矿量。5) **瀚丰矿业**：2021 年立山矿证载生产规模由 16.5 万吨/年提升至 60 万吨/年。此外，公司新建的千米竖井工程计划于 2022 年竣工，未来能够有效利用深部资源。

### 3.3 股权结构优化带来成长活力

**实施员工激励计划，推进科学管理。**2021 年 8 月 17 日第一期员工持股计划完成，共回购 4159.77 万股，占公司总股本的 2.50%，成交均价 15.96 元/股。公司逐步增加骨干员工的持股比例，激发管理团队积极性，实现管理层与公司发展深度绑定。2022 年公司将以前购的方式继续推进第二期员工持股计划，回购规模 3 到 6 亿，暂定回购价不超过 20 元，拟回购数量不超过 4159.77 万股。此外，公司于 2022 年 1 月完成董事会换届，地质、采矿、选冶专业的新董事将为公司治理提供专业技术支持。股权设置变革和管理层履新将为公司带来成长活力，上下齐心迈向黄金企业第一团队的目标。

## 4. 盈利预测与投资建议

2022 年美联储进入加息周期，但全球通胀水平仍处高位，实际利率大概率继续下行，推动金价持续上涨，因此我们上调 2022/2023/2024 年的金价假设为 400/410/420 元/克。2022 年公司扩产技改项目将提升选矿产能和回收率，随着 Wassa 并表，矿产金产量预计大幅提升。量价共振将驱动公司盈利增长，我们预计 2022/2023/2024 年公司将实现归母净利润 12.91/17.88/24.26 亿元，对应 4 月 29 日收盘价的 PE 为 24X/17X/13X，维持“推荐”评级。

## 5.风险提示

**1) 项目进展不及预期。**公司仍有较多项目在推进中，包括万象矿业塞班金矿项目、吉隆矿业选厂技改项目等，这些项目的推进仍需投入大量人力物力，可能会受环保督查、疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

**2) 金属价格下跌。**公司生产的产品价格透明，铜、金、银等金属产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

**3) 地缘政治风险等。**公司考虑并购海外优质矿山资源，增加资源储备。但若海外政府提高矿业公司税赋或颁布不利于国外矿业公司的法律等，都有可能影响公司的发展规划，不利于公司的盈利预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 ( 百万元 ) | 2021A | 2022E | 2023E  | 2024E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入       | 3,783 | 8,299 | 10,289 | 12,493 |
| 营业成本        | 2,524 | 5,345 | 6,346  | 7,393  |
| 营业税金及附加     | 158   | 307   | 381    | 462    |
| 销售费用        | 1     | 33    | 36     | 44     |
| 管理费用        | 235   | 581   | 669    | 750    |
| 研发费用        | 25    | 124   | 134    | 150    |
| EBIT        | 839   | 1,908 | 2,724  | 3,694  |
| 财务费用        | -87   | -71   | -58    | -88    |
| 资产减值损失      | -192  | 8     | 8      | 8      |
| 投资收益        | 14    | 12    | 15     | 19     |
| 营业利润        | 747   | 2,016 | 2,826  | 3,834  |
| 营业外收支       | 24    | -10   | -10    | -10    |
| 利润总额        | 771   | 2,006 | 2,817  | 3,825  |
| 所得税         | 157   | 502   | 704    | 956    |
| 净利润         | 614   | 1,505 | 2,112  | 2,868  |
| 归属于母公司净利润   | 583   | 1,291 | 1,788  | 2,426  |
| EBITDA      | 1,619 | 1,810 | 2,617  | 3,581  |

| 资产负债表 ( 百万元 ) | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 1,825 | 5,247  | 5,939  | 8,073  |
| 应收账款及票据       | 25    | 91     | 113    | 137    |
| 预付款项          | 50    | 107    | 127    | 148    |
| 存货            | 1,412 | 2,201  | 2,612  | 3,042  |
| 其他流动资产        | 446   | 994    | 1,320  | 1,666  |
| 流动资产合计        | 3,758 | 8,640  | 10,110 | 13,066 |
| 长期股权投资        | 2     | 2      | 2      | 2      |
| 固定资产          | 2,439 | 3,066  | 3,717  | 4,390  |
| 无形资产          | 1,181 | 1,301  | 1,421  | 1,541  |
| 非流动资产合计       | 4,295 | 5,832  | 7,378  | 8,931  |
| 资产合计          | 8,054 | 14,471 | 17,488 | 21,998 |
| 短期借款          | 0     | 400    | 250    | 100    |
| 应付账款及票据       | 440   | 586    | 782    | 1,013  |
| 其他流动负债        | 901   | 2,173  | 1,935  | 2,399  |
| 流动负债合计        | 1,342 | 3,159  | 2,967  | 3,512  |
| 长期借款          | 0     | 1,500  | 1,000  | 500    |
| 其他长期负债        | 1,711 | 1,711  | 1,711  | 1,711  |
| 非流动负债合计       | 1,711 | 3,211  | 2,711  | 2,211  |
| 负债合计          | 3,053 | 6,370  | 5,678  | 5,723  |
| 股本            | 1,664 | 1,664  | 1,664  | 1,664  |
| 少数股东权益        | 381   | 595    | 919    | 1,361  |
| 股东权益合计        | 5,001 | 7,302  | 10,210 | 13,875 |
| 负债和股东权益合计     | 8,054 | 14,471 | 17,488 | 21,998 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标      | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 ( % )  |        |        |        |        |
| 营业收入增长率     | -17.01 | 119.39 | 23.98  | 21.42  |
| EBIT 增长率    | -0.88  | 127.28 | 42.75  | 35.63  |
| 净利润增长率      | -25.69 | 121.53 | 38.55  | 35.69  |
| 盈利能力 ( % )  |        |        |        |        |
| 毛利率         | 33.26  | 35.59  | 38.32  | 40.82  |
| 净利润率        | 16.23  | 18.13  | 20.53  | 22.96  |
| 总资产收益率 ROA  | 7.23   | 8.92   | 10.22  | 11.03  |
| 净资产收益率 ROE  | 12.61  | 19.24  | 19.24  | 19.39  |
| 偿债能力        |        |        |        |        |
| 流动比率        | 2.80   | 2.74   | 3.41   | 3.72   |
| 速动比率        | 1.71   | 2.00   | 2.48   | 2.81   |
| 现金比率        | 1.36   | 1.66   | 2.00   | 2.30   |
| 资产负债率 ( % ) | 37.90  | 44.02  | 32.47  | 26.02  |
| 经营效率        |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数    | 2.44   | 4.00   | 4.00   | 4.00   |
| 存货周转天数      | 204.17 | 150.00 | 150.00 | 150.00 |
| 总资产周转率      | 0.47   | 0.57   | 0.59   | 0.57   |
| 每股指标 ( 元 )  |        |        |        |        |
| 每股收益        | 0.35   | 0.78   | 1.07   | 1.46   |
| 每股净资产       | 3.01   | 4.39   | 6.14   | 8.34   |
| 每股经营现金流     | 0.45   | 0.66   | 0.56   | 1.41   |
| 每股股利        | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 估值分析        |        |        |        |        |
| PE          | 52     | 24     | 17     | 13     |
| PB          | 6.1    | 4.2    | 3.0    | 2.2    |
| EV/EBITDA   | 17.88  | 15.15  | 9.96   | 6.51   |
| 股息收益率 ( % ) | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |

| 现金流量表 ( 百万元 ) | 2021A  | 2022E | 2023E  | 2024E |
|---------------|--------|-------|--------|-------|
| 净利润           | 614    | 1,505 | 2,112  | 2,868 |
| 折旧和摊销         | 779    | -98   | -106   | -114  |
| 营运资金变动        | -875   | -323  | -1,102 | -408  |
| 经营活动现金流       | 755    | 1,096 | 935    | 2,346 |
| 资本开支          | -1,340 | 163   | 166    | 169   |
| 投资            | 274    | -15   | -15    | -15   |
| 投资活动现金流       | -278   | 162   | 166    | 173   |
| 股权募资          | 0      | 0     | 0      | 0     |
| 债务募资          | -249   | 2,200 | -350   | -350  |
| 筹资活动现金流       | 56     | 2,164 | -410   | -385  |
| 现金净流量         | 531    | 3,422 | 692    | 2,134 |

## 插图目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 图 1：2021 年，公司实现营收 37.83 亿元.....     | 3 |
| 图 2：2021 年，公司实现扣非归母净利润 5.34 亿元..... | 3 |
| 图 3：2022Q1，公司实现营收 14.88 亿元.....     | 3 |
| 图 4：2022Q1，公司实现扣非归母净利润 1.70 亿元..... | 3 |
| 图 5：2021 年公司业绩同比变化拆分（单位：亿元）.....    | 4 |
| 图 6：2021Q4 业绩同比变化拆分（单位：亿元）.....     | 4 |
| 图 7：2021Q4 业绩环比变化拆分（单位：亿元）.....     | 4 |
| 图 8：2022Q1 业绩同比变化拆分（单位：亿元）.....     | 5 |
| 图 9：2022Q1 业绩环比变化拆分（单位：亿元）.....     | 5 |
| 图 10：2021 年公司三费占比为 3.93%.....       | 5 |
| 图 11：公司三费占比情况.....                  | 5 |
| 图 12：公司研发费用情况.....                  | 5 |
| 图 13：2022Q1 公司资产负债率为 48.11%.....    | 6 |
| 图 14：公司单季度经营活动净现金流.....             | 6 |
| 图 15：公司投资活动现金流净额（单位：万元）.....        | 6 |
| 图 16：公司筹资活动现金流净额（单位：万元）.....        | 6 |
| 图 17：公司存货持续上升.....                  | 7 |
| 图 18：公司存货单季情况.....                  | 7 |
| 图 19：公司存货占比情况.....                  | 7 |
| 图 20：公司主营产品营收占比.....                | 8 |
| 图 21：公司主营产品毛利占比.....                | 8 |
| 图 22：公司主要产品毛利率.....                 | 8 |
| 图 23：各披露时点矿产金平均单位成本（单位：元/克）.....    | 9 |

## 表格目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标.....                             | 1  |
| 表 1：公司主要产品销售单价、单位成本和毛利率.....               | 8  |
| 表 2：2021 年公司主要产品产销和库存情况.....               | 9  |
| 表 3：2021Q1 至 2022Q1 公司主要产品单季度产销量、单位成本..... | 10 |
| 表 4：截至 2021 年末公司部分黄金采矿权资源量.....            | 10 |
| 表 5：截至 2021 年末瀚丰矿业资源情况.....                | 10 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| <b>公司评级</b>                                                                                                           | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| <b>行业评级</b>                                                                                                           | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001