

事件：公司发布 2024 年三季度报。2024 年前三季度公司实现营收 120.71 亿元，同比增长 70.14%。实现归母净利 17.27 亿元，同比增长 54.46%，扣非归母净利 17.86 亿元，同比增长 64.21%；单季度看，2024Q3 公司实现营收 55.66 亿元，同比增长 120.65%，环比增长 49.17%，归母净利 6.52 亿元，同比增长 69.99%，环比增长 14.04%，扣非归母净利 6.59 亿元，同比增长 75.15%，环比增长 5.13%，业绩高于我们预期。

分析：金价高企与投资收益是业绩增长的主要原因。量：公司 2024 前三季度矿产金产量 6.28 吨，完成全年目标的 78.5%，销量 6.51 吨；矿产银/铅精粉/锌精粉产量 123/7956/11026 吨，Q3 单季度矿产金产量 2.12 吨，环比-2.75%，矿产银产量 40.58 吨，环比-33.87%，铅精粉产量 2892 吨，环比-27.26%，锌精粉产量 5407 吨，环比+27.68%；**价：**2024 前三季度黄金均价 2290 美元/盎司，同比+18.58%，白银均价 7052 元/千克，同比+22.6%，铅/锌均价 17428/22648 元/吨；同比+8.4%/+7.9%。**成本：**公司前三季度成本分别为矿产金 143 元/克，矿产银 2.75 元/克，铅精粉 8519 元/吨，锌精粉 9710.7 元/吨。**利润：**经测算，公司前三季度毛利分别为矿产金 365.2 元/克，矿产银 2.66 元/克，铅精粉 5715 元/吨，锌精粉 6560 元/吨，矿产金/矿产银/铅精粉/锌精粉毛利率为 73.1%/47.7%/41.1%/40.4%。**其他：**公司第三季度实现投资收益 0.49 亿，环比+1.91 亿，但三费及研发费用环比+0.85 亿拖累部分业绩；另外公司第三季度毛利率/净利率为 20.53%/12.97%，环比-9.81/-4.08pct，但矿产板块各金属毛利率基本持平，我们认为主要系贸易板块比重上升所致。

核心看点：1) 纳米比亚金矿股权交割完成。公司于 2024 年 8 月 29 日完成 Osino 股权交割，其核心资源 Twin Hills 金矿拥有黄金资源量 99 吨，平均品位 1.09 克/吨，储量 67 吨，平均品位 1.04 克/吨，项目计划于 2027 年初投产。根据可研报告，选厂设计产能约为 500 万吨/年，预计年产黄金可达 5 吨，达产后克金完全维持成本为 1011 美元/盎司。此外 Osino 旗下 Ondundu 金矿探矿权范围内拥有推断黄金资源量 28 吨左右，品位 1.13 克/吨。**2) 战略规划不断落地，未来成长曲线陡峭。**公司资源优质，东安金矿是国内品位较高、最易选冶的金矿之一，其外围及深部增储可能大，青海大柴旦成矿条件优越，找矿潜力巨大。根据战略规划，公司十四五末矿产金产量达到 12 吨，2026 年末达到 15 吨，十五五末达到 28 吨，金资源量及储量达到 600 吨以上，公司未来成长曲线陡峭。

盈利预测与投资建议：我们上调公司 2024-2026 年归母净利润分别为 23.11/28.81/33.35 亿元，根据 10 月 21 日收盘价对应 PE 为 23/19/16 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：项目进度不及预期，金价下跌，美联储货币政策波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,106	14,052	15,409	16,634
增长率 (%)	-3.3	73.4	9.7	8.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,424	2,311	2,881	3,335
增长率 (%)	26.8	62.3	24.7	15.8
每股收益 (元)	0.51	0.83	1.04	1.20
PE	38	23	19	16
PB	4.7	4.1	3.6	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
19.40 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

相关研究

- 山金国际 (000975.SZ) 2024 年半年报点评：量价齐升，期待战略规划落地-2024/08/22
- 银泰黄金 (000975.SZ) 2023 年年报点评：利润同比大幅增长，期待战略规划逐步落地-2024/03/24
- 银泰黄金 (000975.SZ) 公告点评：玉龙增储添成长后劲，股东增持显发展信心-2023/12/21
- 银泰黄金 (000975.SZ) 事件点评：增产增储战略规划清晰，定位成长型国际矿业公司-2023/11/16
- 银泰黄金 (000975.SZ) 2022 年年报点评：Q4 业绩低于预期，期待优质资源的投产放量-2023/03/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,106	14,052	15,409	16,634
营业成本	5,508	9,950	10,435	10,965
营业税金及附加	212	281	277	299
销售费用	2	6	8	8
管理费用	366	351	401	432
研发费用	6	126	123	133
EBIT	2,018	3,338	4,164	4,796
财务费用	5	2	20	-2
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	92	-11	0	0
营业利润	2,097	3,335	4,157	4,813
营业外收支	-11	0	0	0
利润总额	2,086	3,335	4,157	4,813
所得税	517	767	956	1,107
净利润	1,568	2,568	3,201	3,706
归属于母公司净利润	1,424	2,311	2,881	3,335
EBITDA	2,977	4,324	5,259	5,997

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,031	3,373	5,010	6,842
应收账款及票据	42	61	105	159
预付款项	33	50	52	55
存货	1,485	1,499	1,858	2,253
其他流动资产	1,418	1,443	1,492	1,540
流动资产合计	6,008	6,426	8,517	10,848
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,713	2,808	3,121	3,460
无形资产	6,447	8,897	8,897	8,947
非流动资产合计	10,291	12,782	13,064	13,440
资产合计	16,299	19,208	21,581	24,288
短期借款	210	0	0	0
应付账款及票据	1,517	1,445	1,515	1,562
其他流动负债	679	958	1,015	1,071
流动负债合计	2,406	2,403	2,530	2,633
长期借款	64	1,226	1,126	926
其他长期负债	460	443	438	436
非流动负债合计	524	1,668	1,563	1,361
负债合计	2,930	4,071	4,093	3,994
股本	2,777	2,777	2,777	2,777
少数股东权益	1,808	2,065	2,385	2,755
股东权益合计	13,369	15,137	17,487	20,294
负债和股东权益合计	16,299	19,208	21,581	24,288

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.29	73.36	9.65	7.95
EBIT 增长率	31.57	65.42	24.75	15.17
净利润增长率	26.79	62.26	24.65	15.78
盈利能力 (%)				
毛利率	32.05	29.19	32.28	34.08
净利润率	19.35	18.27	20.77	22.28
总资产收益率 ROA	8.74	12.03	13.35	13.73
净资产收益率 ROE	12.32	17.68	19.08	19.02
偿债能力				
流动比率	2.50	2.67	3.37	4.12
速动比率	1.87	2.03	2.61	3.24
现金比率	1.26	1.40	1.98	2.60
资产负债率 (%)	17.98	21.20	18.97	16.44
经营效率				
应收账款周转天数	1.89	1.60	2.50	3.50
存货周转天数	98.38	55.00	65.00	75.00
总资产周转率	0.50	0.73	0.71	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.83	1.04	1.20
每股净资产	4.16	4.71	5.44	6.32
每股经营现金流	0.79	1.36	1.47	1.66
每股股利	0.28	0.29	0.31	0.32
估值分析				
PE	38	23	19	16
PB	4.7	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	17.21	11.99	9.53	8.01
股息收益率 (%)	1.44	1.49	1.58	1.67

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,568	2,568	3,201	3,706
折旧和摊销	959	986	1,094	1,201
营运资金变动	-258	175	-283	-353
经营活动现金流	2,180	3,777	4,072	4,606
资本开支	-615	-3,450	-1,350	-1,550
投资	1,005	-75	-75	-75
投资活动现金流	480	-3,533	-1,422	-1,622
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-673	934	-105	-202
筹资活动现金流	-1,626	98	-1,014	-1,153
现金净流量	1,046	343	1,637	1,831

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
行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026