

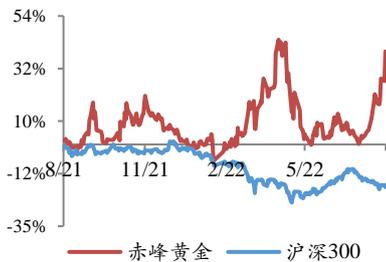
万象矿回收率提升降本超预期，计提减值对后续经营影响较小

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-11

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 20.99 |
| 近12个月最高/最低(元) | 21.73/14.04 |
| 总股本(百万股) | 1,664 |
| 流通股本(百万股) | 1,535 |
| 流通股比例(%) | 92.26 |
| 总市值(亿元) | 349 |
| 流通市值(亿元) | 322 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

相关报告

1. 聚焦主业+外矿发力，黄金新贵正迎量价齐升 2022-03-16

主要观点：

● **事件：公司于2022年8月10日发布2022年中报。**

从半年看，公司实现营业收入30.46亿元，yoy+82.1%；实现归母净利润4.11亿元，同比增长2.5%。

从单季看，22Q2实现营收15.59亿元（yoy+71.4%，qoq+4.8%），实现归母净利润2.37亿元（yoy+2.0%，qoq+36.0%）。

● **产量如期增长，万象矿回收率提升降本超预期。**量：上半年实现黄金产量6.44吨，yoy+65%；**价：**H1黄金均价为392元/克；**利：**公司上半年矿产金销售成本226元/克，主要是老挝矿回收率由50%提升至70%，克金成本降低较为明显。从降本角度看：1) 老挝矿回收率提升一方面增加了产量规模，另一方面也通过增产摊薄了固定成本，从而实现降本，这也是上半年万象矿的工作重点。2) 国内矿主要是五龙矿业产量提升带来的规模效应降本。3) 瓦萨矿降本并不明显，其首要工作还在于产量提升，而下半年降本工作会增加。

● **净利润增长较少主要原因是计提2.89亿元减值以及管理费用较高，对于下半年经营影响较小。**1) 对于2.89亿元的资产减值，主要是万象矿业对于低品位过渡矿出于谨慎考虑计提减值，由于老挝矿回收率显著提升是在近期，出于谨慎性考虑以较低的回收率进行计提。并且公司在去年也计提减值1.7亿元，再加上今年H1的2.89亿元合计计提减值4.6亿元，由于老挝矿后续将逐渐转地下开采，品位也会稳定且有所提升，所以目前的计提减值可以视为峰值。2) 管理费用率为7.87%，同比增5pct，主要是并购金星矿业带来管理费用的提升，一是并购时的一些中介手续等一次性费用，这部分不会有持续影响，二是金星原本作为老牌矿山办公人员体系较为冗余，公司通过遣散费方式解雇一些员工，并引入公司作为中国企业高效的管理模式，金星矿业的管理费用也有望持续降低。综上所述，我们认为影响上半年业绩的主要因素将不会持续产生影响。

● **增产降本是黄金企业永恒的话题，我们维持全年产量预期16-18吨，叠加降本超预期，公司业绩有望更上高楼。**总结公司各矿山的改扩建规划和进展：1) 国内矿：①吉隆选厂18万吨采选能力扩建启动，下半年开工建设厂房，力争18个月建成（选厂日处理量由450吨增至1000吨）；②五龙矿业选矿能力由1200吨/日提升至3000吨/日；③瀚丰矿业千米竖井即将进入竖井装配施工；2) 万象矿业选矿回收率从50%提升至70%，有希望能够进一步提高；3) 瓦萨提出“双万规划”，即日选10000吨、年产10吨的远期目标，并提出井下技改、新采矿点探索、选厂改扩建、露天坑回采、提高掘进效率等针对性措施。综合考虑各矿山进展，我们认为今年公司能够实现16-18吨的矿产金产量（国内2.5-3吨+万

象 8-9 吨+瓦萨 5.6-6 吨)。

● 投资建议

我们对公司的量价利均较为看好：公司降本增产进展顺利，1) 产量方面，预计公司矿产金产量将在 2022-2024 年分别实现 16 吨、23 吨、30 吨；2) 克金销售成本当前降至 226 元，我们预计未来仍有降本空间，一是产量大幅增加带来的固定成本摊薄，二是瓦萨矿后续会着手降本工作；3) 近期美国非农数据显示经济衰退仍是未知数，加息预期更为不确定，金价有望重回上升通道。我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 13.20/21.82/30.12 亿元，同比增速分别为 127%/65%/38%，对应 PE 分别为 26X/16X/12X，维持“买入”评级。

● 风险提示

黄金价格不及预期风险，矿山产量不及预期风险，项目进展受海外疫情及当地政局环境影响风险，资源勘探不及预期风险，安全事故影响生产风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 3783 | 6653 | 9108 | 11880 |
| 收入同比 (%) | -17.0% | 75.9% | 36.9% | 30.4% |
| 归属母公司净利润 | 583 | 1320 | 2182 | 3012 |
| 净利润同比 (%) | -25.7% | 126.6% | 65.3% | 38.0% |
| 毛利率 (%) | 33.3% | 40.0% | 42.3% | 44.5% |
| ROE (%) | 12.6% | 22.2% | 26.9% | 27.0% |
| 每股收益 (元) | 0.35 | 0.79 | 1.31 | 1.81 |
| P/E | 42.57 | 26.45 | 16.01 | 11.60 |
| P/B | 5.37 | 5.88 | 4.30 | 3.14 |
| EV/EBITDA | 16.25 | 14.55 | 9.77 | 6.54 |

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 3758 | 5441 | 8062 | 11543 | 营业收入 | 3783 | 6653 | 9108 | 11880 |
| 现金 | 1825 | 3021 | 4521 | 6980 | 营业成本 | 2524 | 3992 | 5255 | 6594 |
| 应收账款 | 25 | 52 | 58 | 82 | 营业税金及附加 | 158 | 239 | 338 | 445 |
| 其他应收款 | 383 | 688 | 983 | 1251 | 销售费用 | 1 | 17 | 17 | 21 |
| 预付账款 | 50 | 73 | 94 | 121 | 管理费用 | 235 | 428 | 590 | 763 |
| 存货 | 1412 | 1545 | 2343 | 3045 | 财务费用 | -87 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 63 | 64 | 64 | 64 | 资产减值损失 | -192 | -197 | 3 | 2 |
| 非流动资产 | 4295 | 4233 | 4303 | 4428 | 公允价值变动收益 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 2 | 3 | 4 | 5 | 投资净收益 | 14 | 55 | 80 | 92 |
| 固定资产 | 2439 | 2258 | 2098 | 1966 | 营业利润 | 747 | 1783 | 2919 | 4062 |
| 无形资产 | 1181 | 1342 | 1582 | 1826 | 营业外收入 | 42 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 674 | 630 | 620 | 631 | 营业外支出 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 8054 | 9674 | 12365 | 15971 | 利润总额 | 771 | 1783 | 2919 | 4062 |
| 流动负债 | 1342 | 1560 | 1930 | 2317 | 所得税 | 157 | 381 | 598 | 843 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 614 | 1403 | 2321 | 3219 |
| 应付账款 | 440 | 478 | 689 | 887 | 少数股东损益 | 31 | 82 | 139 | 207 |
| 其他流动负债 | 901 | 1082 | 1241 | 1430 | 归属母公司净利润 | 583 | 1320 | 2182 | 3012 |
| 非流动负债 | 1711 | 1711 | 1711 | 1711 | EBITDA | 1427 | 2208 | 3135 | 4305 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.35 | 0.79 | 1.31 | 1.81 |
| 其他非流动负债 | 1711 | 1711 | 1711 | 1711 | | | | | |
| 负债合计 | 3053 | 3271 | 3641 | 4028 | | | | | |
| 少数股东权益 | 381 | 463 | 602 | 809 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 1664 | 1664 | 1664 | 1664 | 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 资本公积 | 627 | 627 | 627 | 627 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 2330 | 3650 | 5832 | 8844 | 营业收入 | -17.0% | 75.9% | 36.9% | 30.4% |
| 归属母公司股东权益 | 4620 | 5941 | 8123 | 11135 | 营业利润 | -26.5% | 138.8% | 63.7% | 39.1% |
| 负债和股东权益 | 8054 | 9674 | 12365 | 15971 | 归属于母公司净利 | -25.7% | 126.6% | 65.3% | 38.0% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 33.3% | 40.0% | 42.3% | 44.5% |
| | | | | | 净利率 (%) | 15.4% | 19.8% | 24.0% | 25.4% |
| | | | | | ROE (%) | 12.6% | 22.2% | 26.9% | 27.0% |
| | | | | | ROIC (%) | 9.9% | 22.7% | 25.0% | 25.7% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 37.9% | 33.8% | 29.4% | 25.2% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 61.0% | 51.1% | 41.7% | 33.7% |
| | | | | | 流动比率 | 2.80 | 3.49 | 4.18 | 4.98 |
| | | | | | 速动比率 | 1.71 | 2.45 | 2.92 | 3.62 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.47 | 0.69 | 0.74 | 0.74 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 149.75 | 128.96 | 156.32 | 145.01 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 5.73 | 8.36 | 7.63 | 7.44 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.35 | 0.79 | 1.31 | 1.81 |
| | | | | | 每股经营现金流(薄) | 0.45 | 0.83 | 1.08 | 1.71 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.78 | 3.57 | 4.88 | 6.69 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 42.57 | 26.45 | 16.01 | 11.60 |
| | | | | | P/B | 5.37 | 5.88 | 4.30 | 3.14 |
| | | | | | EV/EBITDA | 16.25 | 14.55 | 9.77 | 6.54 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。