

事件：公司发布 2024 年半年报。2024H1 公司实现营收 65.05 亿元，同比+42.27%，归母净利润 10.75 亿元，同比+46.35%，扣非归母净利 11.27 亿元，同比+58.41%；分季度来看，公司 2024Q2 实现营收 37.32 亿元，同比+56.77%，环比+34.57，归母净利润 5.72 亿元，同比+30.53%，环比+13.70%，扣非归母净利 6.27 亿元，同比+45.52%，环比+25.51%。

分析：量价齐升是驱动公司业绩大幅上涨的主要原因。量：公司 2024H1 实现黄金产量 4.16 吨，同比增长 36.7%，完成全年产量计划指标的 52%，矿产银产量 82.24 吨，铅精粉产量 5063.33 吨，锌精粉产量 5618.67 吨；**价：**根据世界黄金协会数据显示，上半年黄金价格上涨 12%，且二季度大部分时间黄金价格都在 2,300 美元/盎司以上运行，国内截至 6 月末 Au9999 黄金收盘价 549.88 元/克，较年初开盘价上涨 14.37%；上半年加权平均价 514.12 元/克，较上年同期上涨 18.98%。**成本：**2024H1 公司合并摊销后成本分别为矿产金 146.53 元/克，矿产银 2.70 元/克，铅精粉 8518.42 元/吨，锌精粉 9203.63 元/吨。Q2 金银成本环比 Q1 均有所改善。**利润：**经测算，公司上半年产品单吨毛利分别为矿产金 374.74 元/克，矿产银 2.61 元/克，铅精粉 5714.53 元/吨，锌精粉 6207.67 元/吨，矿产金/矿产银/铅精粉/锌精粉毛利率分别为 71.89%/49.17%/40.15%/40.28%，同比+11.37/+3.04/-3.72/-0.56pct。

核心看点：1) 收购纳米比亚大型金矿，年产黄金增量可达 5 吨。2024 年 2 月公司公告拟以 19 亿元收购 Osino 公司 100% 股权，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。根据可研报告，该项目计划于 2024 年 7 月开工建设，2026 年投产，选厂设计产能约为 500 万吨/年，预计年产黄金可达 5 吨左右，达产后克金完全维持成本为 1011 美元/盎司，开采方式为露天开采，计划生产期 13 年。此外 Osino 旗下的 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，从目前的地质勘探基础来看，上述两个矿区均具备较好的增储远景；**2) 战略规划不断落地，未来黄金产量成长曲线陡峭。**公司矿山资源优质，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性较大，青海大柴旦成矿条件优越，找矿潜力巨大，加之纳米比亚项目助力，公司资源储备充足。根据公司战略规划，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：预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.18/24.83/28.26 亿元，根据 8 月 20 日收盘价对应 PE 为 24/19/17 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。

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	10,945	11,789	12,840
增长率 (%)	-3.3	35.0	7.7	8.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,424	2,018	2,483	2,826
增长率 (%)	26.8	41.7	23.0	13.8
每股收益 (元)	0.51	0.73	0.89	1.02
PE	34	24	19	17
PB	4.2	3.8	3.4	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 20 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
17.41 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

相关研究

1. 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
2. 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
3. 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
4. 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
5. 银泰黄金 (000975.SH) 2022 年中报点评：业绩受短期因素扰动，持续看好公司成长性-2022/08/31

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	10,945	11,789	12,840
营业成本	5,508	7,343	7,590	8,085
营业税金及附加	212	219	212	231
销售费用	2	5	6	6
管理费用	366	350	307	334
研发费用	6	0	0	0
EBIT	2,018	3,028	3,674	4,184
财务费用	5	11	12	15
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	92	-142	0	0
营业利润	2,097	2,890	3,679	4,187
营业外收支	-11	0	0	0
利润总额	2,086	2,890	3,679	4,187
所得税	517	647	920	1,047
净利润	1,568	2,243	2,759	3,140
归属于母公司净利润	1,424	2,018	2,483	2,826
EBITDA	2,977	4,014	4,768	5,384

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,031	4,551	5,264	6,737
应收账款及票据	42	47	80	122
预付款项	33	37	38	40
存货	1,485	1,106	1,352	1,661
其他流动资产	1,418	1,435	1,482	1,530
流动资产合计	6,008	7,176	8,216	10,091
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	6,397	6,397	6,447
非流动资产合计	10,291	10,282	10,564	10,940
资产合计	16,299	17,457	18,780	21,031
短期借款	210	0	0	0
应付账款及票据	1,517	1,368	749	709
其他流动负债	679	754	787	837
流动负债合计	2,406	2,122	1,536	1,546
长期借款	64	64	64	64
其他长期负债	460	460	460	460
非流动负债合计	524	524	524	524
负债合计	2,930	2,646	2,060	2,070
股本	2,777	2,777	2,777	2,777
少数股东权益	1,808	2,032	2,308	2,622
股东权益合计	13,369	14,811	16,720	18,961
负债和股东权益合计	16,299	17,457	18,780	21,031

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	35.03	7.71	8.92
EBIT 增长率	31.57	50.06	21.33	13.88
净利润增长率	26.79	41.71	23.02	13.82
盈利能力 (%)				
毛利率	32.05	32.91	35.61	37.03
净利润率	19.35	20.49	23.40	24.46
总资产收益率 ROA	8.74	11.56	13.22	13.44
净资产收益率 ROE	12.32	15.79	17.23	17.30
偿债能力				
流动比率	2.50	3.38	5.35	6.53
速动比率	1.87	2.84	4.45	5.43
现金比率	1.26	2.14	3.43	4.36
资产负债率 (%)	17.98	15.16	10.97	9.84
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	0.63	0.63	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.73	0.89	1.02
每股净资产	4.16	4.60	5.19	5.88
每股经营现金流	0.79	1.34	1.08	1.44
每股股利	0.28	0.29	0.31	0.32
估值分析				
PE	34	24	19	17
PB	4.2	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	15.36	10.96	9.08	7.76
股息收益率 (%)	1.61	1.65	1.76	1.86

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,568	2,243	2,759	3,140
折旧和摊销	959	986	1,094	1,201
营运资金变动	-258	322	-869	-348
经营活动现金流	2,180	3,731	2,985	3,994
资本开支	-615	-950	-1,350	-1,550
投资	1,005	-75	-75	-75
投资活动现金流	480	-1,164	-1,422	-1,622
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-673	-210	0	0
筹资活动现金流	-1,626	-1,047	-850	-900
现金净流量	1,046	1,520	714	1,473

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