

金价上涨叠加大柴旦复产产量价齐升，继续维持“推荐”评级

银泰黄金 (000975.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司发布 2019 年年报，2019 年实现营业收入 51.49 亿元，同比增长 6.69%；归属于上市公司股东净利润 8.64 亿元，同比增长 30.43%；实现每股收益 EPS 约 0.44 元，同比增长 33.33%。

2. 我们的分析与判断

(一) 金价上涨和青海大柴旦投产放量，量价齐升提振公司业绩

报告期间，由于美国经济下行压力加大和中美贸易摩擦不断升级等，同时美联储在报告期内多次降息，美债实际收益率弱势下行，推升金价上涨。2019 年国际 COMEX 黄金平均价格从 2018 的 1271.78 美元/盎司上涨至 2019 年的 1397.90 美元/盎司，同比上涨 13.13%；2019 年上金所黄金平均价格为 354.46 元/克，相比 2018 年同期平均价格 313.00 元/克上涨 41.46 元/克，提升幅度达到 13.24%。此外，青海大柴旦矿业已经于 2019 年 4 月正式投产，2019 年全年累计处理矿石 55 万吨，平均品位 3.94 g/t，黄金销量达到 1.45 吨，实现净利润 1.96 亿元，增厚公司利润。2019 年黄金总产量达到 5.8 吨，同比增长 32.13%。金价格的上涨叠加金产量的释放，驱动公司业绩大幅增长。

(二) 海外疫情加剧经济衰退风险，美联储“零利率+QE”利好金价上行

3 月 23 日，美联储宣布了开放式的资产购买计划，本周每天都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元机构住房抵押贷款支持证券，属于持续性的量化宽松。为挽救疫情冲击下的美国经济，美国政府以及美国国会原计划在美国时间周日晚间通过一项价值近 2 万亿美元的救市计划。短短一个月，我们就看到了美股四次熔断，市场恐慌情绪不断上涨。美国实行的零利率加上量化宽松的货币政策，以应对海外疫情升级的影响，表明疫情极大的加重了美国与全球经济前景的风险。在疫情发酵下，避险情绪的不断升温，以及中期全球经济在被疫情影响后市场对美国市场流动性担忧以及财政政策刺激预期的不断加强，都将压低美国国债收益率与实际利率，从而驱动黄金价格的上涨。我们认为 3 月初黄金价格的暴跌，主要还是因为在全球金融市场动荡，市场极度恐慌下投资者进行衰退式交易抛售黄金以获取流动性的行为，这在 2008 年的金融危机中也曾出现（金价暴跌时美国实际收益率并没有出现明显的上行）。但中期来看，在疫情没有出现明确拐点下市场对美联储继续量化宽松以支撑经济与金融市场流动性的预期会不断加强，这将推动金价最为主要的定价因素美国实际利率下行，从而推动本轮黄金价格继续上涨。

分析师

华立

☎: (8621) 20252629

✉: huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

联系人

叶肖鑫

✉: yexiaoxin_yj@chinastock.com.cn

吴建璋

✉: wujianzhang_yj@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2020.03.20

A 股收盘价(元)	13.37
A 股一年内最高价(元)	16.50
A 股一年内最低价(元)	6.70
上证指数	2716.87
市净率	2.93
总股本(亿股)	19.83
实际流通 A 股(亿股)	12.37
限售的流通 A 股(亿股)	7.46
A 股总市值(亿元)	265

相关研究

（三）外延收购贵州鼎盛鑫铅锌矿和员工持股计划激励注入未来成长动力

19年9月公司发布非公开发行预案收购贵州鼎盛鑫，增加铅锌矿子资源及采选能力。拟以发行股份（12.29元/股）及支付12亿元现金的方式购买董赢、柏光辉持有的贵州鼎盛鑫83.75%股权（交易预估值为42亿元），间接持有赫章鼎盛鑫矿业发展有限公司的67%的权益。赫章鼎盛鑫矿业发展有限公司的主要资产为白果镇铅锌矿的采矿权和猪拱塘铅锌矿的探矿权，虽然目前白果镇铅锌矿处于停产阶段，但是猪拱塘铅锌矿正在准备申请采矿权，且猪拱塘铅锌矿床属于超大型规模，一条主要矿体集中了约65%的资源量，便于大规模低成本开采，铅锌平均品位较高约10%，目前公司正在准备申请采矿权，拟建设180万吨/年铅锌采选矿产能。

2019年公司公布了第一期员工持股计划草案及修订稿，募集资金总额约2.14亿元，参加持股计划的员工总人数为45人，其中董事、监事、高级管理人员合计11人，核心骨干人员合计34人。锁定期为1年，存续期为2年。员工持股计划建立了公司业绩和核心员工利益的联系，有助于释放员工的积极性，利好公司长期的发展。

（四）内生改扩建叠加探矿增储将巩固公司未来成长基础

公司坚持以贵金属为主、优质有色金属并举的发展战略。目前公司已拥有四个主体矿山公司，包含4个金矿采矿权、6个金矿探矿权、2个银铅锌矿采矿权、4个银铅锌矿探矿权。

公司矿山技改工程助力内生增长。玉龙矿业销售含银铅精矿（银单独计价）6,949.24吨，锌精矿15,094.87吨，实现净利润22,145.32万元。玉龙矿业2019年对采矿系统技术改造，设计新建三条竖井，改造两条竖井，截至2019年末，全面完成技改工程施工任务，最大提升采矿能力3500吨/日；选矿厂改造增加回收伴生铜金属能力，目前已经初步完成设计工作，申请用地，同步正在推进施工及设备招采。黑河银泰拥有的东安金矿是目前国内已探明黄金品位最高的金矿之一，同时伴生白银。2019年综合处理矿石20.3万吨，平均入选品位金15.27g/t，银112.35g/t，销售黄金3.01吨、白银17吨，实现净利润53,409.54万元。2019年，东安金矿露天采矿工作结束，顺利转入地下开采。其扩大生产能力（1200吨/日）的资源开发利用方案已经在中国黄金协会审查通过，正在完善扩大生产能力审批工作。选矿厂改造施工接近完工，新建尾矿库一、二期工程完工投入使用。采选系统扩建验收后，选矿处理能力将达到1200吨/日。2019年，吉林板庙子处理矿石60万吨，平均入选品位2.8g/t，销售黄金1.35吨，净利润10,201.97万元。2019年吉林板庙子采矿许可证生产规模扩产到了80万吨/年，矿山采选能力进一步提高，矿山采选能力将提升7个百分点。尾矿库扩容工程顺利通过安全及环保验收，取得了安全生产许可证。同时完成了板庙子探矿权的详查报告评审及备案工作，为探矿权转采矿权奠定了基础。青海大柴旦于2019年4月26日复工生产。2019年累计处理矿石55万吨，平均品位3.94g/t，销售黄金1.45吨，净利润约19,673.60万元。2019年，青海大柴旦采矿方面的重点工作是青龙滩井下工程开拓与采矿、青龙沟采矿权改扩界（将青龙山探矿权分立后部分赋矿矿业权区域通过扩大矿区范围合并至原青龙沟采矿权），取得青龙沟新采矿权，并且323露天和青龙滩深部已开始采矿。

探矿增储方面支撑未来发展。截至2019年底，银泰黄金合计总资源量矿石量8,018.22万吨，金金属量99.311吨，银金属量7,706.03吨，铅+锌金属量178.37万吨，铜金属量7.54万吨，锡金属量1.96万吨。相比于2018年四座矿山合计总资源量矿石量6,794.52万吨，金金属量100.802吨，银金属量7,091.85吨，铅金属量58.44万吨，锌金属量86.98万吨，金、银、铅、锌的金属量分别增加-1.49吨、615吨、32.95吨，分别同比增加-1.48%、8.67%和22.66%。银和铅锌矿的储量均有显著提升，同时在2019年金产量5.8吨的基础上，黄金储量几乎没有减少，2019年实际增加黄金资源量达到4.31吨，相比2018年黄金储量提升幅度达到4.28%。公司四家矿山子公司共有10宗探矿权，探矿权的勘探范围达217.11平方公里。其中，玉龙矿业拥有4宗银铅锌矿探矿权证，探矿权的勘探范围达41.11平方公里。玉龙矿业矿区处在大兴安岭有色金属成矿带和华北地区北缘多金属成矿带，该地带蕴藏着丰富的有色金属资源，具备了产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的优势条件，是国内外瞩目的寻找大型、特大型乃至世界级有色金属矿床重点地区，找矿潜力巨大，勘探前景非常广阔。黑河银泰、吉

林板庙子和青海大柴旦共有 6 宗金矿探矿权证，探矿权的勘探范围达 176 平方公里。青海大柴旦位于青海省海北山贵金属有色金属矿重点成矿区，成矿条件优越，在两个采矿权周边有多处物化探异常，找矿潜力巨大。吉林板庙子自投产以来，持续进行的生产勘探成效显著，保持了良好的探采平衡，保有资源持续稳定，具有良好的可持续经营能力。金英金矿外围探矿权也有很好的找矿线索，正在积极协调林地等手续，以待开展深入勘查工作。黑河银泰东安金矿为少有的高品位、浅埋藏低温热液型金矿，外围及深部也有进一步找矿的可能，有望延续矿山服务年限。青海大柴旦矿山，继续开展四个探矿权勘探工作，其中细晶沟探矿权完成了详查报告编制，正在报审。金龙沟探矿权勘探报告首采地段已完成详查报告编制。青山普查区和青龙山金矿详查探矿权勘探工作稳步推进。

玉龙矿业采矿权和探矿权合计保有资源量矿石量 5,898.74 万吨，银金属量 7,566.44 吨，铅+锌金属量 178.37 万吨，玉龙矿业为扩大找矿前景和增加资源储备，在上年度工作的基础上继续对花敖包特矿区及外围探矿区域进行勘查。探矿权勘查上，外围 II 区勘探报告评审备案工作完成，1118 高地勘探取得重大成果，截至 2019 年末，已经完成野外勘查工作，正在进行勘探报告编制送审工作，初步估算推断（333）级别以上矿石资源量 2,342.5 万吨，银金属量 1,902.45 吨、铅+锌金属量 54.88 万吨、平均品位银 81.21g/t、铅+锌 2.36%。采矿区内生产勘探加大了 660m 以上矿体综合评价工作，为保障矿山三级矿量平衡提供了坚实基础，花敖包特银铅矿采矿权深部发现的铜锡矿正在勘探，目前未进行资源量估算，未来有望增加采矿权深部的铜锡资源储量。截至 2019 年末，黑河保有资源量矿石量 195.35 万吨，金金属量 17.449 吨，银金属量 139.59 吨；采矿变动增量矿石量 8.87 万吨，金金属量 1.504 吨，银金属量 13.64 吨。吉林板庙子完成了探矿权的详查报告评审及备案工作，为探矿权转采矿权奠定了基础。截至 2019 年末，吉林共保有资源量矿石量 683.71 万吨，金金属量 29.122 吨；生产勘探增减变动增加矿石量 50.94 万吨，金金属量 1.72 吨；板庙子金矿勘探评审备案资源量矿石量 9.05 万吨，金金属量 0.632 吨。青海大柴旦继续开展四个探矿权勘探工作，其中细晶沟探矿权完成了详查报告编制，正在报审。金龙沟探矿权勘探报告首采地段已完成详查报告编制。青山普查区和青龙山金矿详查探矿权勘探工作稳步推进。青龙沟采矿权储量核实报告目前正在编制中。青海大柴旦采矿权和探矿权范围内合计保有资源量矿石量 1,240.42 万吨，金金属量 52.59 吨。

3. 投资建议

受益于黄金价格的上涨和青海大柴旦的复产双重利好叠加，报告期内公司业绩的提升明显。公司在现有矿山技改扩产和探矿增储的战略布局方向明确，预计未来公司矿产金的产量将稳步增长。随着在海外疫情不断加剧，全球经济衰退风险加大、贸易摩擦加剧，各国央行逐渐加入重启货币宽松的行列，美联储率先实行量化宽松对冲疫情和全球经济的负面影响，将抬升黄金的价格中枢。金价上行叠加黄金产量的逐步释放，公司未来的业绩仍然具备量价齐升逻辑下的充足弹性。我们预计公司 2020-2021 年 EPS 为 0.65/0.72 元，对应 2020-2021 年 PE 为 20.57x/18.57x，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

- 1) 金银价格大幅下跌；
- 2) 美联储重启加息缩表进程；
- 3) 公司矿山和技改项目投产不及预期。
- 4) 金融市场流动性紧张；
- 5) 原油价格持续下跌。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

华立，有色金属行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn