



银泰黄金 (000975): 多项目产能扩张有序, 玉龙营收贡献将增长

2020年03月26日

推荐/维持

银泰黄金 公司报告

- **事件:** 公司发布 2019 年度报告。公司全年实现营业收入 51.49 亿元, 同比增长 6.69%; 实现归属上市公司股东扣非净利润 8.53 亿元, 同比增长 34.73%; 基本每股收益 0.44 元, 同比增长 31.28%。
- **资源储量稳步提高:** 截至 2019 年底, 银泰黄金合计总资源量矿石量 8018.22 万吨 (同比+18%), 金金属量 99.311 吨 (-1.5%), 银金属量 7706.03 吨 (+8.7%), 铅+锌金属量 178.37 万吨 (+22.7%), 铜金属量 7.54 万吨, 锡金属量 1.96 万吨。
- **财务风险较低, 多项指标优于同业平均水平:** 2019 年公司资产负债率仅 14.93% (同比增 2.86pct), 三费占营收比例 5.56% (同比下降 1.17pct), 均处于同行业较低水平; 应收账款周转率 115.8, 高于同业平均水平。
- **黄金业务价值齐升推动公司业绩增长:** 2019 年国内黄金现货均价 312.43 元/克, 同比+15.3%。公司黄金总销量 5.8 吨 (同比+4.13%), 三个子公司黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦分别销售 3.01、1.35 和 1.45 吨, 贡献净利润 5.34 亿元、1.02 亿元和 1.97 亿元, 合计占公司净利润的 97%。吉林板庙子采矿权证未如期接续影响生产, 销量较 2018 年下降 0.91 吨。目前矿权延续工作已完成, 预计 2020 年起板庙子将恢复至 2 吨以上, 叠加青海大柴旦持续放量, 整体黄金销量或将超 7 吨。
- **玉龙矿业产销不及预期:** 玉龙矿业作为公司业务版图的重要补充, 2019 年销售铅精矿 6949 吨 (同比-48.7%), 锌精矿 15095 吨 (-1.0%); 实现净利润 2.21 亿元 (-52%)。业绩低于预期是因为受内蒙地区其他矿山矿难影响, 开工时间推迟。预计今年生产恢复, 铅锌销量或将回升至 2018 年水平 (铅精矿 1.3 万吨+锌精矿 1.5 万吨+银矿), 营收贡献回升至 6 亿元以上 (按当前铅锌价格)。
- **多个项目产能持续扩张:** 黑河银泰的东安金矿已转入地下开采, 选矿产能将提升至 1200 吨/日 (提升 71%); 板庙子采矿许可证生产规模扩至 80 万吨/年; 青海大柴旦 19 年 4 月复产, 今年产量将继续爬坡。三个子公司 2019 年处理矿石 135.3 万吨, 2020 年或有 30% 的提升。玉龙矿业采矿系统技改已完成工程施工, 1400 吨/日选矿生产系统也在规划进行。
- **高品位铅锌矿山收购, 投产后将显著增厚公司业绩:** 公司拟作价 42 亿元 (发行股份 30 亿元+现金 12 亿元) 收购鼎盛鑫矿业 83.75% 股权, 以拥有旗下猪拱塘铅锌矿 67% 权益。按非公开发行价 12.5 元/股计算, 原股东股权将被稀释至 89.2%。该超大型矿山拥有资源量 (332+333) 2776.27 万吨 (平均品位 Pb2.38%, Zn7.56%) 以及金银矿等伴生品种。采矿权拟生产规模 180 万吨/年, 预计 2024 年前后投产, 满产后或将贡献约 20 亿元的年收入 (按当前铅锌价格)。
- **黄金上行周期不改, 业绩具备提升空间:** 全球流动性宽松的大背景下, 黄金价格预计将维持高位, 短期波动不改长期向上格局。公司未来在青海大柴旦金矿持续放量、吉林板庙子、玉龙矿山恢复生产的情况下, 业绩有望持续稳定增长。我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 61.46/66.35/71.16 亿元; 归母净利润分别为 10.2/12.22/14.77 亿元; EPS 分别为 0.51/0.62/0.74 元 (暂未计入鼎盛鑫收购事项), 对应 PE 分别为 25.99/21.70/17.95, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 金属价格下跌; 产销量不达预期; 所属矿山品位下降;

公司简介:

公司主营贵金属及有色金属的探采选销及矿产资源的投资, 并拥有全国储量最大、单体银品位最高的银多金属矿。公司主要在产矿山涵盖黑龙江黑河洛克矿业公司的东安金矿、吉林板庙子矿业公司的金英金矿及青海大柴旦矿业滩间山金矿, 包括 4 个采矿权和 10 个探矿权。

交易数据

52 周股价区间 (元)	14.24-10.99
总市值 (亿元)	282.43
流通市值 (亿元)	176.21
总股本/流通 A 股 (万股)	198337/123742
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.53

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

分析师: 胡道恒

021-25102923 hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519080001

研究助理: 张天丰

021-25102858 tfzhang901@126.com

执业证书编号: S1480118100014

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,826.24	5,148.95	6,145.65	6,635.11	7,116.00
增长率 (%)	225.52%	6.69%	19.36%	7.96%	7.25%
归母净利润 (百万)	662.57	864.17	1,020.43	1,221.98	1,477.13
增长率 (%)	77.79%	24.02%	18.67%	19.75%	20.88%
每股收益	0.33	0.44	0.51	0.62	0.74
PE	39.98	30.46	25.99	21.70	17.95
PB	3.18	2.93	2.63	2.43	2.18

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
流动资产合计	1683	2161	3630	5044	6700	营业收入	4826	5149	6146	6635	7116		
货币资金	182	311	1701	2880	4302	营业成本	3394	3594	4302	4512	4625		
应收账款	31	40	42	45	49	营业税金及附加	116	101	123	133	142		
其他应收款	7	14	16	17	19	营业费用	3	3	3	3	4		
预付款项	17	24	41	59	78	管理费用	281	256	307	332	356		
存货	665	1065	1179	1236	1267	财务费用	41	29	8	-32	-58		
其他流动资产	718	70	70	70	70	研发费用	0	0	0	0	0		
非流动资产合计	9001	9725	9357	9221	9070	资产减值损失	43.63	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	2.09	-3.02	0.00	0.00	0.00		
固定资产	2288	2527	2405	2257	2088	投资净收益	38.38	27.12	30.00	30.00	30.00		
无形资产	5533	5460	5492	5522	5551	加: 其他收益	0.60	1.49	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	22	645	400	400	400	营业利润	988	1192	1432	1717	2077		
资产总计	10683	11886	12988	14265	15770	营业外收入	12.89	8.94	10.00	10.00	15.00		
流动负债合计	522	1070	1064	1161	1242	营业外支出	10.27	23.89	25.00	30.00	40.00		
短期借款	25	296	-59	-57	-54	利润总额	991	1177	1417	1697	2052		
应付账款	71	204	236	247	253	所得税	220	222	283	339	410		
预收款项	3	28	52	79	107	净利润	770	955	1134	1358	1641		
一年内到期的非流	0	8	0	0	0	少数股东损益	108	91	113	136	164		
非流动负债合计	767	705	860	865	869	归属母公司净利润	663	864	1020	1222	1477		
长期借款	235	235	235	235	235	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
负债合计	1289	1775	1923	2026	2111	成长能力							
少数股东权益	1054	1064	1177	1313	1477	营业收入增长	225.52%	6.69%	19.36%	7.96%	7.25%		
实收资本 (或股本)	1983	1983	1983	1983	1983	营业利润增长	88.52%	20.66%	20.14%	19.89%	20.93%		
资本公积	5175	5225	5225	5225	5225	归属于母公司净利	103.70%	30.43%	18.08%	19.75%	20.88%		
未分配利润	1112	1407	2172	3089	4197	获利能力							
归属母公司股东权	8340	9048	9888	10926	12182	毛利率 (%)	29.67%	30.20%	30.00%	32.00%	35.00%		
负债和所有者权益	10683	11886	12988	14265	15770	净利率 (%)	15.96%	18.56%	18.45%	20.46%	23.06%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	6.20%	6.20%	7.27%	7.86%	8.57%		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE (%)	7.94%	9.55%	10.32%	11.18%	12.13%		
经营活动现金流	1150	1146	1864	1645	1901	偿债能力							
净利润	770	955	1134	1358	1641	资产负债率 (%)	12%	15%	15%	14%	13%		
折旧摊销	542.42	536.06	468.85	487.49	505.25	流动比率	3.22	2.02	3.41	4.34	5.40		
财务费用	41	29	8	-32	-58	速动比率	1.95	1.02	2.31	3.28	4.38		
应收账款减少	-31	-9	-2	-3	-3	营运能力							
预收账款增加	3	25	25	27	28	总资产周转率	0.60	0.46	0.49	0.49	0.47		
投资活动现金流	-189	-1066	-130	-378	-378	应收账款周转率	315	146	150	152	151		
公允价值变动收益	2	-3	0	0	0	应付账款周转率	128.75	37.41	27.97	27.48	28.43		
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)							
投资收益	38	27	30	30	30	每股收益 (最新摊)	0.33	0.44	0.51	0.62	0.74		
筹资活动现金流	-988	91	-345	-87	-102	每股净现金流 (最)	-0.01	0.09	0.70	0.59	0.72		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新)	4.21	4.56	4.99	5.51	6.14		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	902	0	0	0	0	P/E	39.98	30.46	25.99	21.70	17.95		
资本公积增加	3124	50	0	0	0	P/B	3.18	2.93	2.63	2.43	2.18		
现金净增加额	-27	171	1389	1180	1421	EV/EBITDA	17.00	15.28	13.10	10.97	8.88		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士, 北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事有色金属行业研究。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。10 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验, 曾任职东兴期货投资咨询部总经理, 有色金属、期权及量化策略组组长; 曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖, 中金所期权联合研究课题三等奖; 曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖; 曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖, 中金所股指期权做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。