

中信证券研究部

核心观点


敖翀
 有色金属行业
 首席分析师
 S1010515020001

收购优质金矿，转型成为国内黄金新贵。传统银铅锌业务优势继续保持，旗下矿山相继投产带来黄金产量快速增长，参考黄金和铅锌板块公司估值水平，采用相对估值和绝对估值法得到公司股价合理范围 10.5-11.7 元。预期公司未来一年的合理目标市值为 232 亿，对应目标价 11.7 元，维持“买入”评级。

收购优质金矿，转型成为国内黄金新贵。2017 年公司通过重大资产重组收购埃尔拉多在境内的金矿资产，包含 4 处采矿权和 9 处探矿权。2018 年 1 月，黄金资产实现并表，2018H1 黄金业务贡献毛利润超过 70%，成为公司主要利润来源，公司主营业务由银铅锌采选转变为金银贵金属采选。

优质金矿资源助力公司黄金产量快速增长。吉林板庙子金英、青海大柴旦与青龙沟、黑河洛克东安四座金矿采矿权的金金属量共 98.92 吨，平均品位分别为 4.4/4.4/3.8/9.5g/t。东安金矿 2018H1 矿石入选品味高达 16g/t，青海大柴旦 2017 年新增金金属量 12.66 吨。随着三座金矿陆续投产，预计 2018-2020 年公司黄金产量分别为 5.9/7.0/9.5 吨，黄金产量快速增长拉动公司业绩增长。

银铅锌资产资源禀赋优异，持续贡献利润。公司原核心资产玉龙矿山是国内资源禀赋最优的银铅锌矿山，保有银金属量 5124.6 吨，铅锌金属储量超过 100 万吨。年产白银 150 吨，铅锌精矿约 3 万吨，2017 年产品毛利率高达 78.8%。预计 2019 年下半年大竖井项目建成，矿石处理量提升至 130 万吨，银铅锌产量有望继续增长。

黄金配置价值凸显，金价有望长牛。2019 年全球经济增速预期下滑，通胀温和上升使得抗通胀逻辑显现，同时权益类资产大幅波动，中美贸易战等因素造成市场避险情绪升温，黄金和黄金股配置价值凸显。预计 2019 年黄金均价上涨至 1320 美元/盎司，并有望冲击 1400 美元/盎司高位。金价上行有望进一步催化公司业绩上涨。

风险因素：金银、铅锌产品价格下行；工程建设进度不及预期。

投资建议：考虑公司 2018 年银铅锌销量显著下降，金矿投产日期延后以及主营金属品种金、银、铅、锌未来价格预测下调，我们下调公司 2018-2020 年归母净利润预测分别为 6.89/9.45/12.86 亿元（原预测为 8.62/12.28/14.87 亿元），对应 EPS 为 0.35/0.48/0.65 元。公司未来一年的合理目标市值为 232 亿，对应目标价 11.7 元，维持“买入”评级。

银泰资源	000975
投资评级	买入（维持）
当前价	8.68 元
目标价	11.7 元
总股本	1,983 百万股
流通股本	1,229 百万股
52周最高/最低价	16.7/6.8 元
近 1 月绝对涨幅	-1.48%
近 6 月绝对涨幅	-22.29%
近 12 月绝对涨幅	-2.81%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	762	1,483	4,791	5,676	6,889
增长率 YoY%	4.2	94.6	223.1	18.5	21.4
净利润(百万元)	220	325	689	945	1,286
增长率 YoY%	-11.4	48.1	111.9	37.0	36.2
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.20	0.30	0.35	0.48	0.65
毛利率%	77.3	52.5	28.6	32.2	35.1
PE	43	29	25	18	13
PB	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 12 月 7 日收盘价

目录

■ 估值及投资评级	1
分部估值法	1
绝对估值法	2
■ 公司概况：布局黄金板块，发展进入快车道	3
■ 行业分析：黄金板块配置机会来临	5
黄金：抗通胀逻辑下配置价值凸显	5
白银：价格有望跟随金价中枢上行	8
铅锌：供需缺口收窄，价格持续震荡	9
■ 公司竞争优势分析	11
优势之一：收购优质金矿，盈利能力显著提升	11
优势之二：深耕银铅锌资源—玉龙矿业	17
优势之三：高毛利低负债，护航未来持续扩张	19
■ 风险因素	21
■ 盈利预测及关键假设	21
关键假设	21
盈利预测与估值	22

插图目录

图 1: 黄金板块可比公司 EV/EBITDA 情况	2
图 2: 银铅锌板块可比公司 EV/EBITDA 情况	2
图 3: 相对估值法与绝对估值法重叠区间	3
图 4: 银泰资源发展历程及大事记	3
图 5: 银泰资源股权结构	4
图 6: 公司业务板块及子公司	4
图 7: 公司核心资产分布	4
图 8: 银泰资源营业收入及增速	5
图 9: 银泰资源归母净利润及增速	5
图 10: 2018H1 公司营业收入构成	5
图 11: 2018H1 公司主营业务毛利润占比	5
图 12: 全球宏观经济增速预期下滑	6
图 13: 全球 PMI 数据进入下行区间	6
图 14: 全球主要经济体通胀水平上升	6
图 15: VIX 指数显示市场避险情绪抬升	6
图 16: 全球黄金需求预测	7
图 17: 2012-2015 全球金矿资本开支逐年递减	7
图 18: 勘探发现金矿数量和含金量逐渐下滑	7
图 19: 全球矿产金产量预测	8
图 20: 未来黄金价格展望	8
图 21: 金银价格呈现	9
图 22: 伦敦黄金白银比值	9
图 23: 全球精炼锌需求量预测	9
图 24: 全球精炼铅需求量预测	9
图 25: 未来锌价走势预测	10
图 26: 未来铅价走势预测	10
图 27: 上海盛蔚持有黄金资产	11
图 28: A 股黄金行业上市公司资源储量对比	12
图 29: 公司金矿平均品位居于国内前列	13
图 30: 公司金矿生产成本优势显著	14
图 31: 公司旗下金矿采矿现场图	14
图 32: 公司黄金产量增长性位居国内黄金企业首位	15
图 33: 金英金矿 2016/2017 年运营状况对比	16
图 34: 金英金矿采矿量及黄金产量预测	16
图 35: 青海大柴旦两座金矿开采矿石量及产量预测	17
图 36: 国内银矿采选上市公司资源储量对比	18
图 37: 玉龙矿业矿石开采量预测	19
图 38: 公司银铅锌金属产量预测	19
图 39: 公司销售毛利率位于行业前列	20
图 40: 矿业收购为公司持续创造现金流	20
图 41: 公司资产负债率极低	21
图 42: 公司矿业勘探采选业务扩张梳理	21

表格目录

表 1：可比公司估值情况.....	1
表 2：绝对估值法敏感性分析.....	2
表 3：全球精炼锌供需平衡表.....	10
表 4：全球精炼铅供需平衡表.....	10
表 5：收购资产的四个采矿权资源储量情况.....	11
表 6：收购资产的九个探矿权情况.....	12
表 7：国内黄金上市公司购买金矿资产情况.....	13
表 8：2018-2020 年公司金矿合计开采矿石量及黄金产量预测.....	15
表 9：东安金矿开采矿石量及金银产量预测.....	16
表 10：滩间山金矿历史生产数据.....	17
表 11：截至 2018 年 6 月 30 日公司保有银铅锌资源储量.....	18
表 12：玉龙矿业银铅锌矿入选品味.....	18
表 13：截至 2017 年玉龙矿业探矿区估算资源储量.....	19
表 14：公司主要业务盈利预测关键假设.....	22
表 15：银泰资源盈利预测与估值情况.....	23

■ 估值及投资评级

鉴于公司主要业务为贵金属和工业金属采选两个板块，随着工程建设逐步完成，黄金和银铅锌的产量稳步增长，预计 2018 年分板块业务占比分别为 70%和 30%。首先，分别对标 A 股的黄金和银铅锌上市公司，利用市场类似资产的各项倍数指标对比进行分部相对估值；其次，利用 DCF 绝对估值法，对公司资产的内在价值进行合理评估；最后，将几种估值方法和结果进行对比，找到目标价区间和中枢。

分部估值法

(1) PE 估值：公司主营黄金和银铅锌两个板块，对比行业内具有同类资产的可比公司，2018 年黄金板块的 PE (Wind 一致预期) 平均值 45.8 倍和中值 34.6 倍，银铅锌板块的可比公司 PE 平均值 14.3 倍和中值 12.6 倍。因此，按照各板块业务占比给予公司整体 30-35 倍 PE 值，对应目标价 10.5-12.3 元。对各业务板块进行分部估值，给予黄金板块 40 倍 PE 估值，银铅锌板块 14 倍 PE 估值，根据各自归母净利润的贡献预测公司 2018 年合理市值 221.9 亿元，**对应目标价 11.2 元**。

表 1：可比公司估值情况

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				EV/ EBITDA	PB/ ROE
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
601899.SH	紫金矿业	3.44	746.2	0.15	0.21	0.25	0.31	30.1	16.6	13.7	11.1	10.6	18.8
600547.SH	山东黄金	27.37	562.7	0.61	0.53	0.69	0.86	50.9	52.0	39.5	31.8	15.8	52.7
600489.SH	中金黄金	7.94	274.0	0.08	0.08	0.10	0.12	117.2	105.1	79.6	65.2	13.8	103
600988.SH	赤峰黄金	4.56	65.0	0.19	0.25	0.29	0.31	33.5	20.5	17.6	16.6	13.9	20.6
002155.SZ	湖南黄金	7.11	85.5	0.25	0.21	0.23	-	38.6	34.6	30.6	-	14.6	44.5
均值								54.1	45.8	36.2	31.2	13.7	30.3
中值								38.6	34.6	30.6	16.6	13.9	29.4
600497.SH	驰宏锌锗	4.39	223.5	0.23	0.26	0.33	0.37	31.3	17.2	13.5	12.0	8.4	21.5
000060.SZ	中金岭南	4.29	153.1	0.45	0.34	0.36	0.43	24.9	12.6	11.9	9.9	7.2	12.6
600338.SH	西藏珠峰	22.18	144.8	1.71	1.68	1.78	1.96	24.4	13.2	12.5	11.3	10.0	10.1
000603.SZ	盛达矿业	9.51	65.6	0.41	0.51	0.60	0.65	30.7	18.5	15.9	14.6	11.3	-
601020.SH	华钰矿业	9.26	48.7	0.58	0.64	0.70	0.83	35.5	14.5	13.2	11.2	12.4	16.9
000426.SZ	兴业矿业	5.11	96.0	0.30	0.43	0.56	0.72	32.5	11.8	9.1	7.1	9.2	15.3
600531.SH	豫光金铅	3.91	42.6	0.27	0.31	0.34	0.35	24.3	12.6	11.6	11.1	16.6	13.7
均值								29.1	14.3	12.5	11.0	10.7	15.0
中值								30.7	12.6	12.5	11.1	10.0	13.7
000975.SZ	银泰资源	8.68	165.6	0.3	0.20	0.60	0.67	29	42	14	13	-	-

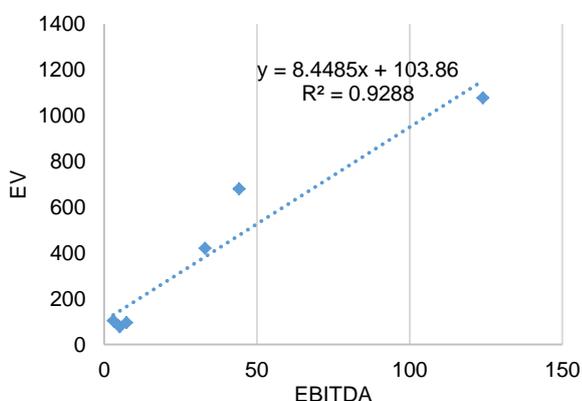
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2018 年 12 月 7 日收盘价，各公司盈利预测使用 Wind 一致预期

(2) **PB/ROE 估值**: 2018 年黄金板块的 PB/ROE 平均值 44.5 和中值 33.5, 银铅锌板块的可比公司 PB/ROE 平均值 15.0 和中值 13.7。因此, 按照公司业务分部占比, 给予 26-32 倍 PB/ROE 值, **对应目标价 10.3-12.6 元**。

(3) **EV/EBITDA 估值**: 2018 年 A 股黄金板块公司的 EV/EBITDA 平均值 13.7 和中值 13.9, 银铅锌板块的可比公司 EV/EBITDA 平均值 10.7 和中值 10.0。公司 2018 年预测 EBITDA 值 16.9 亿元, 分别对标银铅锌和黄金板块的可比公司, 给予公司企业价值倍数 12-15 倍, 计算得到公司 2018 年市值范围在 181.4-231.9 亿元, **对应股价 9.1-11.7 元**。

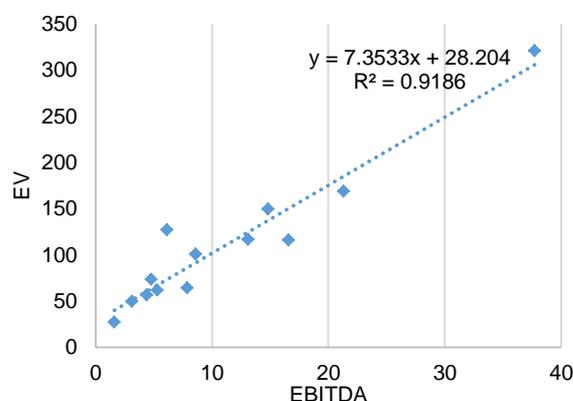
分部估值来看, 归属于黄金板块 EBITDA 值 11.8 亿元, 银铅锌板块为 5.1 亿元, 可得公司企业价值 (EV) 合理值为 268.9 亿元, 计算得到公司合理市值 248.1 亿元, **对应股价 12.5 元**。两个板块的 EV/EBITDA 相关系数均大于 0.9, 此方法估值合理。

图 1: 黄金板块可比公司 EV/EBITDA 情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 2: 银铅锌板块可比公司 EV/EBITDA 情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

绝对估值法

折现现金流 (DCF): 采用的现金流为企业自由现金流。假设公司 2027 年之后永续增长, 增长率 1%-2%。对于其他参数, 假设公司 β 值为 0.83; 无风险利率为 3.60%, 假设股风险溢价 7%; 公司债务成本为 6.50%; 随着公司业务不断扩展, 预期债务比例增加到 40%, 公司适用的所得税税率 22%。计算得到公司 WACC 约为 7.65%, 再根据盈利预测模型, 在 1%-2% 的永续增长率下, 估计公司合理价值区间在 10.1-11.9 元; 按照中值 7.7% 的 WACC 和 1.5% 的永续增长率条件, **给予公司每股价值 10.9 元**。

表 2: 绝对估值法敏感性分析

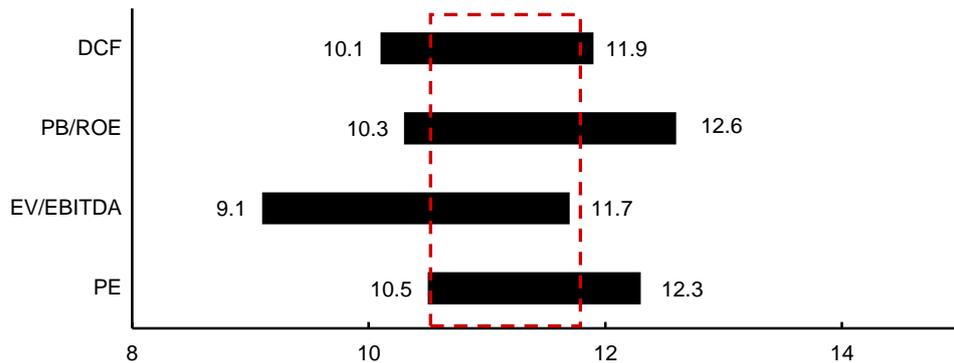
	WACC							
	6.5%	7.0%	7.4%	7.7%	8.0%	8.4%	8.9%	
TV	1.00%	13.3	11.9	10.9	10.3	9.7	9.0	8.3
	1.20%	13.7	12.2	11.2	10.6	10.0	9.2	8.4
	1.35%	14.0	12.5	11.4	10.7	10.1	9.4	8.6
	1.50%	14.3	12.7	11.7	10.9	10.3	9.5	8.7
	1.65%	14.7	13.0	11.9	11.2	10.5	9.7	8.8
	1.80%	15.1	13.3	12.1	11.4	10.7	9.8	8.9

WACC						
2.00%	15.6	13.7	12.5	11.7	10.9	10.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

公司股价合理范围 10.5-11.7 元。采用 PE、PB/ROE、EV/EBITDA 等指标进行相对估值，获得公司股价重叠区间为 10.5-11.7 元，对比绝对估值法得到的股价区间，两者重合度较高，可视为公司股价合理区间，考虑到公司旗下矿山品味显著高于国内同行，且未来黄金产量快速增长，取重叠区间上限 11.7 元为公司目标价。

图 3：相对估值法与绝对估值法重叠区间

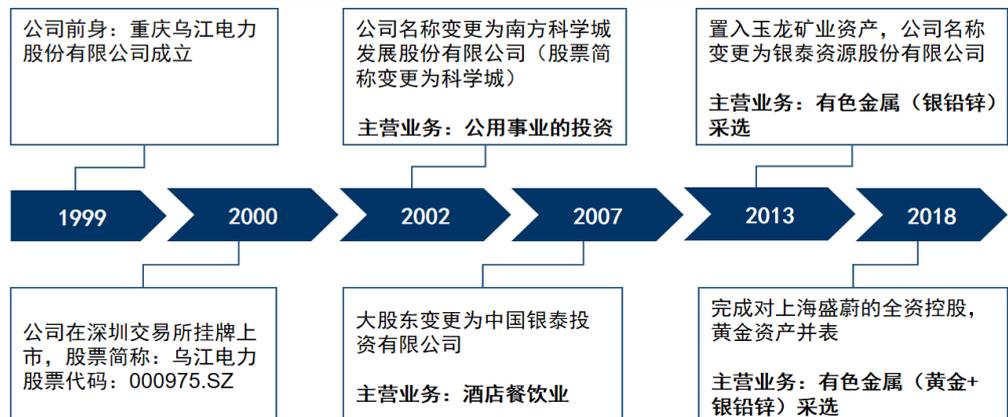


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

公司概况：布局黄金板块，发展进入快车道

历史沿革：银泰资源股份有限公司是一家以银铅锌矿及黄金开采利用及矿产品销售为主营业务的矿业公司。1999 年于重庆市成立，2000 年深圳证券交易所挂牌上市。2013 年进入有色金属采选行业，拥有全国储量最大、质量最优的银铅锌矿玉龙矿业，2017 年公司通过重大资产重组拥有上海盛蔚 100% 股权，收购国际黄金巨头埃尔拉多位于国内的黄金资产，成为国内重要的贵金属和铅锌勘探生产企业。

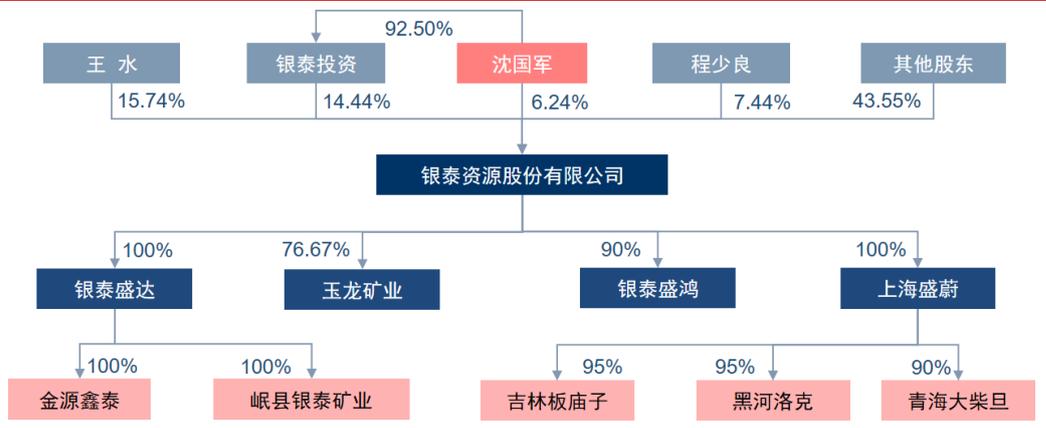
图 4：银泰资源发展历程及大事记



资料来源：公司公告，中信证券研究部

股权结构：根据公司 2018 年三季报，中国银泰投资有限公司和沈国军合计持股比例为 20.68%，为第一大股东，沈国军为实际控制人。2017 年公司先后两次向自然人和机构发行股份购买上海盛蔚 99.78% 的股权，上海盛蔚成为公司全资子公司，并间接控制其拥有的黄金勘探、开发及生产业务。

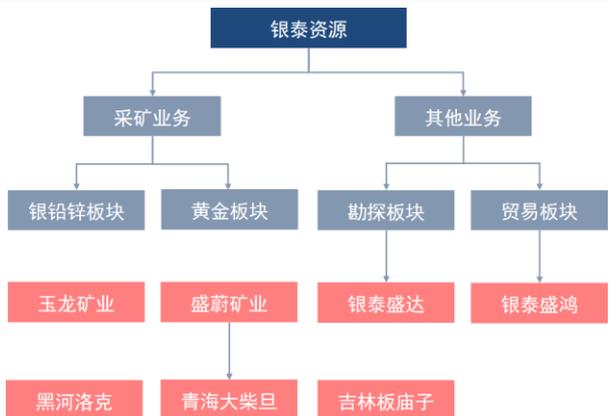
图 5：银泰资源股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

核心资源：金银铅锌资源丰富，勘探前景广阔。1) 外购的黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦为公司黄金业务核心资源，拥有 4 个采矿权和 9 个探矿权，拥有金金属储量 98.92 吨。2) 玉龙矿山为旗下银铅锌业务核心资源，拥有 2 个矿采矿权和 4 个探矿权，是目前国内矿产银（含量银）最大的单一矿山之一。

图 6：公司业务板块及子公司



资料来源：公司公告，中信证券研究部

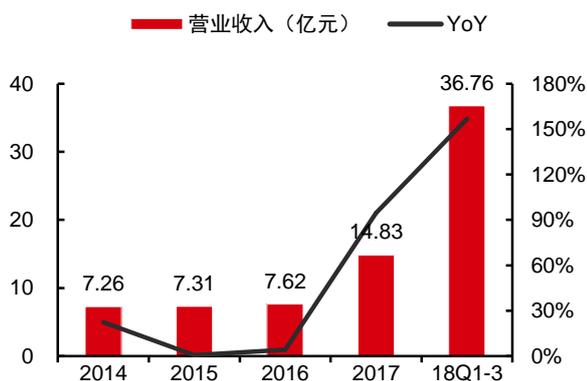
图 7：公司核心资产分布



资料来源：公司公告，中信证券研究部

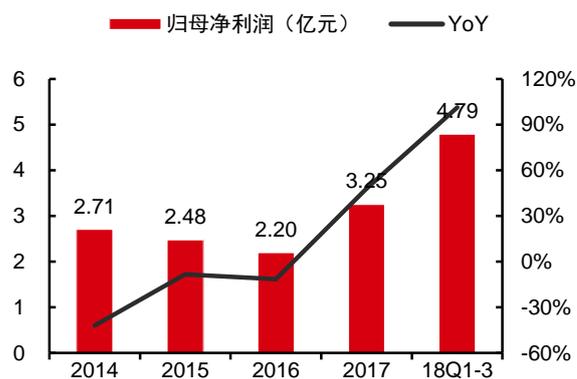
营业收入与净利润：黄金业务并表，公司营收利润大幅增长。2018 年 1 月，上海盛蔚纳入合并报表范围，公司黄金业务实现并表。2018 年前三季度，公司实现营业收入 36.76 亿元，同比增长 156.80%，归母净利润 4.79 亿元，同比增长 101.34%。业绩大幅增长主要来自黄金业务并表后贡献营收利润。

图 8: 银泰资源营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

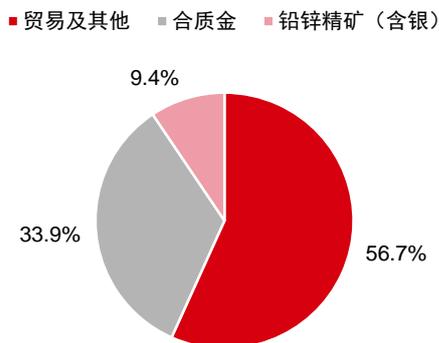
图 9: 银泰资源归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

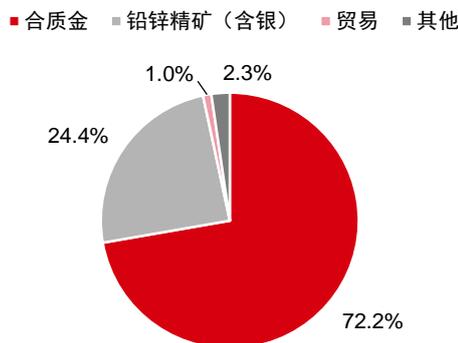
公司主营业务由银铅锌采选转为黄金。2017 年银铅锌采选业务占营业收入比重为 66.1%，毛利润占比为 99.2%。2018 年上半年，公司合质金业务营收占比为 34.1%，毛利润占比为 72.2%，成为公司利润的主要来源。银铅锌采选业务营收占比降至 9.4%，毛利润占比降至 24.4%。公司转变为以金银采选为主业的贵金属公司。

图 10: 2018H1 公司营业收入构成



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 11: 2018H1 公司主营业务毛利润占比



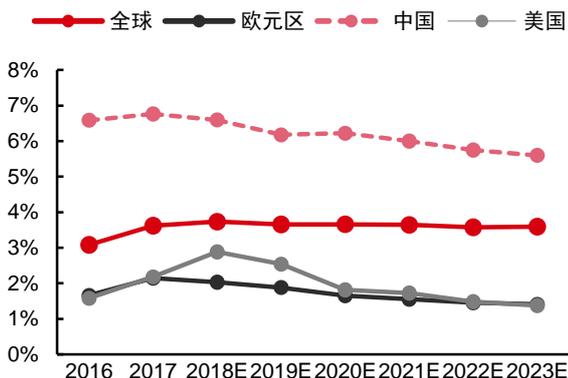
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

■ 行业分析：黄金板块配置机会来临

黄金：抗通胀逻辑下配置价值凸显

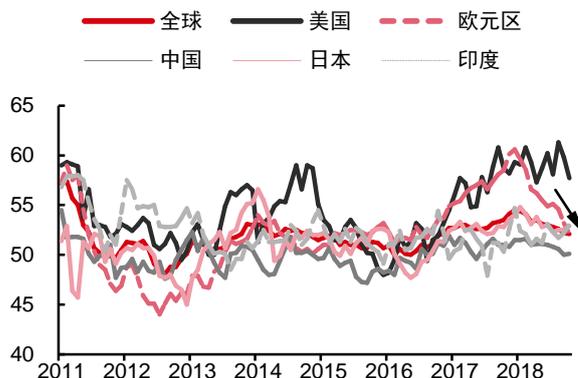
全球经济增速预期下滑。国际货币基金组织（IMF）10 月份发布《世界经济展望》中预计 2019 年全球 GDP 增速为 3.7%，较前值下调 0.2 个百分点，反映了对全球经济增速下滑的担忧。全球主要经济体制造业 PMI 数据 2018 年以来进入下行区间，也反映出全球经济增长呈现趋势性向下。

图 12: 全球宏观经济增速预期下滑



资料来源: IMF 预测, 中信证券研究部

图 13: 全球 PMI 数据进入下行区间



资料来源: Wind, 中信证券研究部

通胀预期温和上行, 2019 年重拾抗通胀逻辑。2018 年下半年以来, 全球主要经济体 CPI 数据进入上行区间, 油价上涨成为通胀上行的核心驱动因素。预计 2019 年原油价格中枢相较于 2018 年将继续抬升 10%, 对通胀水平形成支撑。考虑到黄金的对冲属性, 其价格具备充分的上行逻辑。

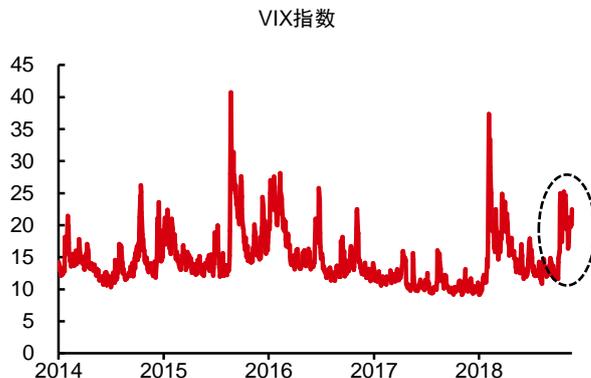
权益类资产大幅波动与贸易争端等因素推动避险情绪升级。新兴市场国家货币贬值, 美股大幅波动, 中美贸易战, 地缘政治风险等不确定性因素都是全球经济面临的潜在风险。市场避险情绪升温, 黄金作为避险资产配置价格凸显。

图 14: 全球主要经济体通胀水平上升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 15: VIX 指数显示市场避险情绪抬升

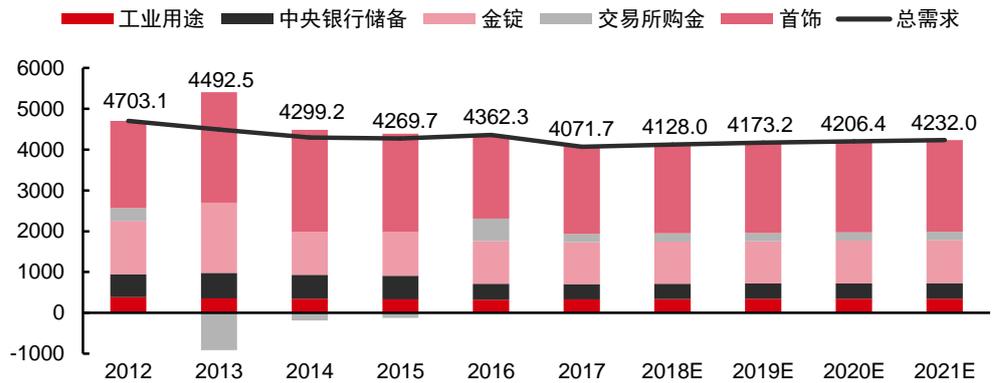


资料来源: Wind, 中信证券研究部

黄金实物供需格局: 消费平稳增长与供应增速低迷

金饰消费回暖叠加央行购金储备, 黄金需求量保持平稳增长。根据 Frost & Sullivan Research 预测数据, 2011-2017 年黄金需求量呈现下降趋势。2018 年随着中印两国金饰需求回暖和全球央行黄金储备持续增加, 预计全球黄金需求增长至 4128 吨, 同比增长 1.4%。预计 2019-2021 年全球黄金需求量保持平稳增长, 2021 年增至 4232 吨, 2019-2021 年 CAGR 为 0.8%。

图 16: 全球黄金需求预测 (单位: 吨)

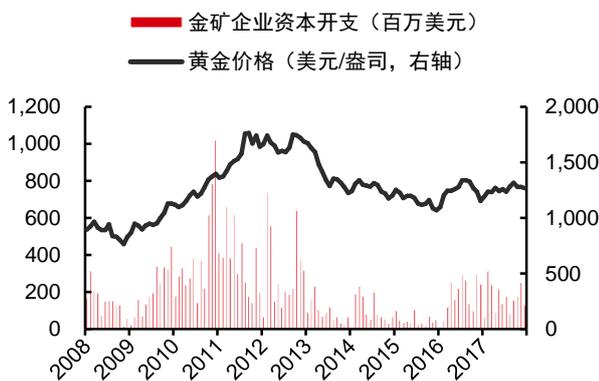


资料来源: Frost & Sullivan Research (含预测), 中信证券研究部

金矿资源周期效应制约矿产黄金产量大幅增长。根据标普全球市场财智(S&P)数据, 全球金矿企业资本开支自 2012 年以来持续下降, 受此影响, 2012 年以来全球新勘探发现金矿数量和金含量均出现下滑。

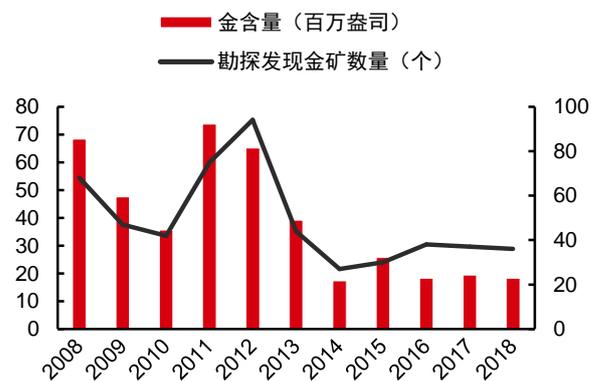
预计 2018-2021 年全球矿产金产量增速仅为 0.8%。根据 Frost & Sullivan Research 预测数据, 2012-2017 年, 全球矿产金产量 CAGR 为 2.3%, 但产量增速逐年下滑, 2017 年增长率仅 0.2%。在全球黄金矿山资源周期效应、品位下行及中国矿山环保限产等因素影响下, 预计 2018-2021 年全球矿产金产量增速维持低迷。2018 年预计增长 0.5%至 3285.4 吨, 2018-2021 年 CAGR 为 0.8%。

图 17: 2012-2015 全球金矿资本开支逐年递减



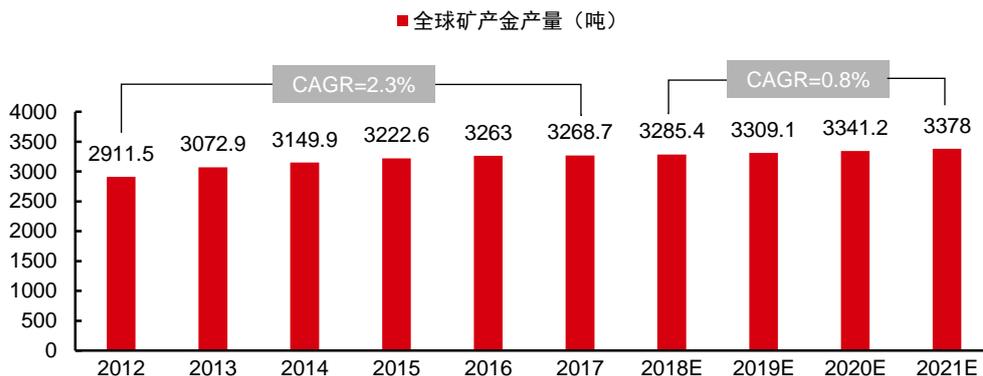
资料来源: S&P, 中信证券研究部

图 18: 勘探发现金矿数量和含金量逐渐下滑



资料来源: S&P, 中信证券研究部

图 19: 全球矿产金产量预测

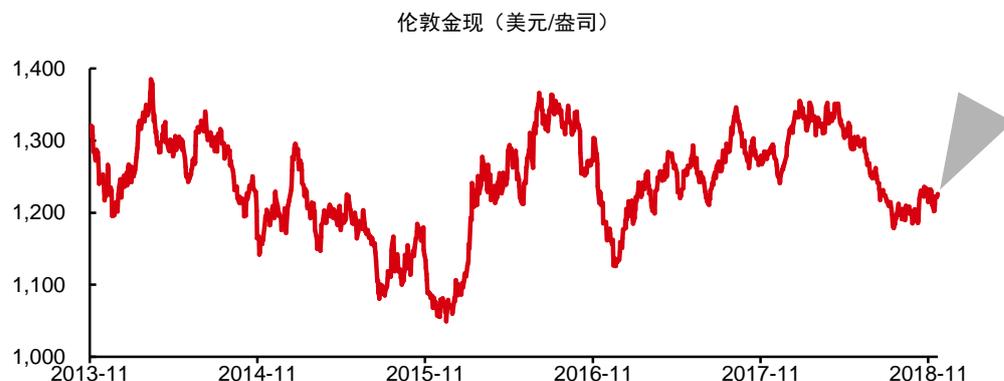


资料来源: Frost & Sullivan Research (含预测), 中信证券研究部

价格预测: 2019 年黄金均价有望上行至 1320 美元/盎司

价格展望: 我们认为: 1) 全球宏观经济增速下滑, 通胀水平温和上升, 抗通胀预期下黄金的配置价值逐渐显现; 2) 美股波动、中美贸易战等因素触发避险情绪上升, 黄金作为避险资产属性强化; 3) 黄金实物需求保持稳定增长, 上游矿产金产量增速低迷。基于以上因素, 我们预计 2019 年金价有望重拾上升通道, 预计 2019 年黄金均价 1320 美元/盎司, 并有望冲击 1400 美元/盎司高位。

图 20: 未来黄金价格展望



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

白银: 价格有望跟随金价中枢上行

金银比突破历史高位, 银价未来上行空间可期。从历史数据看, 黄金与白银价格呈现高度相关, 白银的价格中枢是由黄金价格决定的。且 2017 年以来, 金银价格比值不断走高, 目前已经突破 85 的历史高位。预计 2019 年随着黄金价格中枢抬升, 白银价格也有望进入上行通道, 且涨幅空间可期。

图 21: 金银价格呈现



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 22: 伦敦黄金白银比值

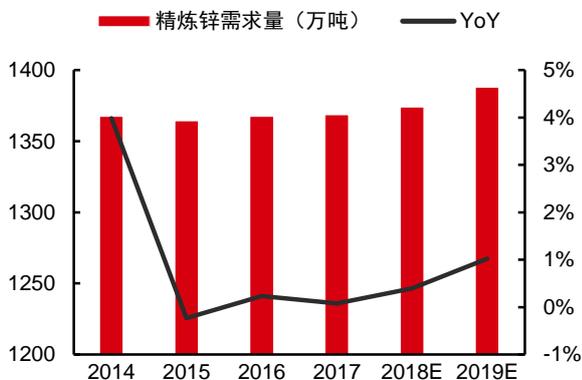


资料来源: Wind, 中信证券研究部

铅锌: 供需缺口收窄, 价格持续震荡

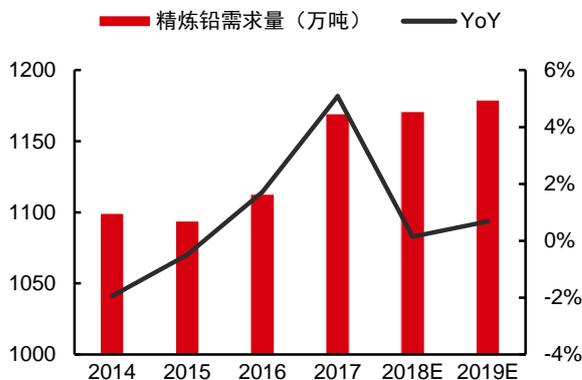
全球铅锌需求维持低速增长。根据国际铅锌研究小组 (ILZSG) 数据, 2018 年全球精炼锌消费预计仅增长 0.4% 至 1374 万吨, 预计 2019 年消费量为 1388 万吨, 同比增长 1.1%。2018/2019 年全球精炼铅消费分别增长至 1171 万吨/1179 万吨, 增幅分别为 0.2% 和 0.7%。随着镀锌、铅蓄电池等行业增速下滑, 铅锌消费增速预计保持低迷。

图 23: 全球精炼锌需求量预测



资料来源: ILZSG (含预测), 中信证券研究部

图 24: 全球精炼铅需求量预测



资料来源: ILZSG (含预测), 中信证券研究部

锌精矿产量复苏, 精炼锌缺口逐渐收窄。根据 ILZSG 数据, 2018 年和 2019 年全球锌精矿产量预计增长至 1303 万吨和 1387 万吨, 增幅分别为 1.9% 和 6.4%。受矿端供应恢复影响, 锌精矿加工费持续上行, 冶炼开工率上行, 精炼锌产量增速由负转正, 预计 2018/2019 年分别增长 1.4%/2.9% 至 1342/1381 万吨。预计 2018 年全球精炼锌短缺 32.2 万吨, 2019 年缺口将收窄至 7.2 万吨。

表 3: 全球精炼锌供需平衡表 (单位: 万吨)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
锌精矿产量	1303.6	1347.1	1368.1	1268.8	1278.1	1303.0	1387.0
YoY		3.3%	1.6%	-7.3%	0.7%	1.9%	6.4%
精炼锌产量	1298.0	1339.8	1381.2	1354.7	1323.4	1342.0	1381.0
YoY		3.2%	3.1%	-1.9%	-2.3%	1.4%	2.9%
精炼锌消费量	1315.1	1367.5	1364.3	1367.5	1368.6	1374.0	1388.0
YoY		4.0%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.4%	1.0%
供需平衡 (+/-)	-17.1	-27.7	16.9	-12.8	-45.2	-32.2	-7.2

资料来源: ILZSG (含预测), 中信证券研究部

铅精矿短缺局面改善, 精炼铅受环保检查影响偏紧。预计全球铅精矿供应增量将于 2019 年释放, 中长期铅精矿供应压力缓解。精炼铅方面, 由于国内环保督查影响, 再生铅产能释放缓慢, 预计 2018 年供应仍然偏紧。根据 ILZSG 数据, 预计 2018 年全球精炼铅短缺 12.3 万吨, 2019 年市场转为过剩 5 万吨

表 4: 全球精炼铅供需平衡表 (单位: 万吨)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
精炼铅产量	1122.5	1102.1	1095.7	1116.3	1154.6	1158.7	1184.0
YoY		-1.8%	-0.6%	1.9%	3.4%	0.4%	2.2%
精炼铅消费量	1121.1	1099.3	1093.9	1112.7	1169.3	1171.0	1179.0
YoY		-1.9%	-0.5%	1.7%	5.1%	0.1%	0.7%
供需平衡	1.4	2.8	1.8	3.6	-14.7	-12.3	5.0

资料来源: ILZSG (含预测), 中信证券研究部

价格预测: 供给缺口收窄, 铅锌价格预计持续震荡

消费持续低迷, 供应短缺局面改善, 铅锌价格维持震荡。1) 锌精矿上游供应压力缓解, 加工费持续高位刺激精炼产量释放, 消费持续低迷态势下预计价格维持震荡。2) 国内环保检查导致精炼铅供应端压力持续, 预计国内铅价维持相对偏强态势。

图 25: 未来锌价走势预测



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

图 26: 未来铅价走势预测



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

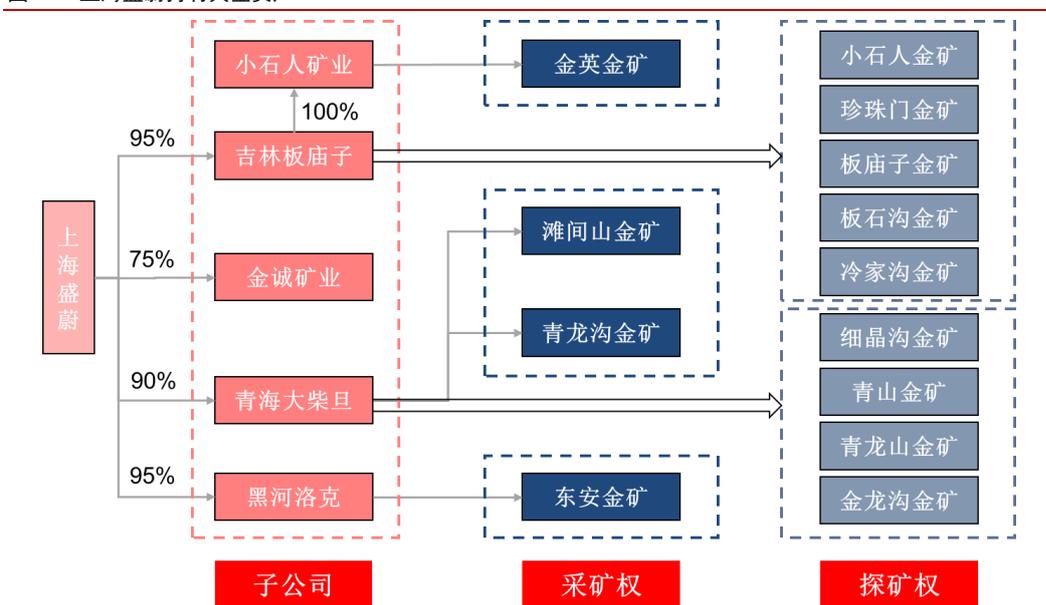
公司竞争优势分析

优势之一：收购优质金矿，盈利能力显著提升

2016 年公司设立子公司上海盛蔚用于收购国际黄金巨头埃尔拉多位于中国的金矿资产，正式布局黄金板块。2018 年 1 月交易完成后公司持有上海盛蔚 100% 股权，并间接控制上海盛蔚拥有的黄金勘探、开发及生产业务，同时黄金资产实现并表。

上海盛蔚旗下的黄金资产包括 4 宗采矿权和 9 宗探矿权。上海盛蔚拥有的核心资产为黑河洛克 95% 股权、吉林板庙子 95% 股权和青海大柴旦 90% 股权。对应东安金矿、金英金矿、滩间山金矿和青龙沟金矿 4 宗采矿权以及小石人金矿、板庙子金矿等 9 宗探矿权。

图 27：上海盛蔚持有黄金资产



资料来源：公司公告，中信证券研究部

旗下拥有 4 个采矿权，黄金资源储量近 100 吨。公司目前拥有东安金矿、金英金矿、滩间山金矿和青龙沟金矿 4 宗采矿权。截止 2018 年 6 月 30 日，金英金矿（吉林板庙子）保有资源储量矿石量 727.8 万吨，金金属量 31.88 吨；滩间山和青龙沟金矿（青海大柴旦）1102 万吨，金金属量 45 吨，东安金矿（黑河洛克）232.86 万吨，金金属量 22.04 吨，且伴生银金属量 208.5 吨。合计矿石量 2062.66 万吨，金金属量 98.92 吨。

表 5：收购资产的四个采矿权资源储量情况

矿权人	矿山	矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	平均品位 (g/t)	生产规模 (万吨/年)	矿山服务年限 (年)
吉林板庙子	金英金矿	727.80	31.88	4.4	80	9.5
青海大柴旦	青龙沟金矿	529.0	23.3	4.4	20	25.0
	滩间山金矿	573.0	21.7	3.8	60	9.6
黑河洛克	东安金矿	232.86	22.04	9.5	25	9.6
合计	-	2062.66	98.92	4.8	185	11.4

资料来源：公司公告，中信证券研究部

拥有 9 个探矿权，勘探前景广阔。探矿权方面，9 个探矿权的勘探范围达 260 平方公里，其中两处取得较好的勘探进展。根据第三方评估报告，截至 2016 年底，青海大柴旦旗下青龙山金矿详查探矿权矿区范围内的资源储量矿石量 61.6 万吨，金金属量 2.4 吨，平均品位 3.9g/t；细晶沟金矿部分区块达到详查阶段，公司未来会加大勘探力度，勘探前景明朗；其余探矿区处于普查阶段。

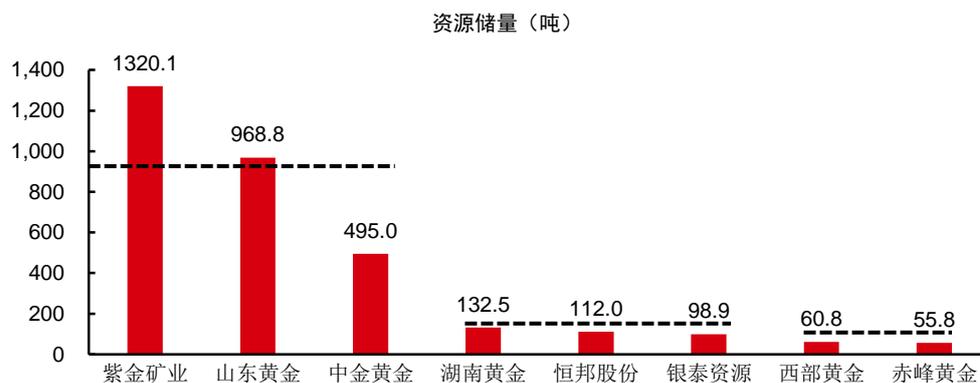
表 6：收购资产的九个探矿权情况

矿权人	探矿区	面积 (km ²)	许可证	期限	状态
吉林板庙子	冷家沟探矿权	10.8	T22120081202020177	2016.7.10 至 2018.7.10	保留
	珍珠门探矿权	9.3	T22120101202042968	2015.12.7 至 2017.12.7	保留
	板庙子探矿权	38.4	T01120080502000429	2016.4.26 至 2018.4.26	保留
	小石人探矿权	2.0	T22120080502008271	2015.7.13 至 2017.7.13	保留
	板石沟探矿权	14.3	T22120080602008497	2016.8.30 至 2018.8.30	-
青海大柴旦	金龙沟探矿权	66.0	T01120080402000382	2012.5.29 至 2014.2.12	办理延续
	青山探矿权	35.8	T01120080402000384	2012.5.29 至 2013.11.3	面积缩减延续
	青龙山探矿权	30.1	T01120080402000383	2014.10.15 至 2016.10.15	办理延续
	细晶沟探矿权	34.6	T01120080402000385	2014.10.15 至 2016.10.15	保留

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司黄金资源储量跃居国内第二梯队。截至 2018 年 6 月 30 日，公司拥有金矿石资源储量 2062.7 万吨，金金属量 98.9 吨。对比国内排名前列的黄金公司，资源储量跃居国内矿企第二梯队。且公司旗下拥有排名国内前十大金矿的青海大柴旦金矿，目前保有黄金储量 45 吨，远景资源量超过 100 吨，未来增长潜力巨大。

图 28：A 股黄金行业上市公司资源储量对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

合理位置收购优质金矿，资产溢价空间大

统计对比国内黄金上市公司购买金矿资产的时点和价格，公司收购金矿时点的金价 1213 美元/盎司，平均收购价格/权益储量为 0.49 亿元/吨，收购资产价格较为合理。资产附加值高：1) 具采矿权的金矿质地良好。拥有采矿权的四个金矿平均品位高，其中，黑河洛克东安金矿有伴生银金属量 208.5 吨；2) 探矿权取得突破，青龙山金矿和细晶沟金

矿部分区域达到详查阶段，预计公司未来会加大勘探力度，增储前景明朗。

表 7：国内黄金上市公司购买金矿资产情况

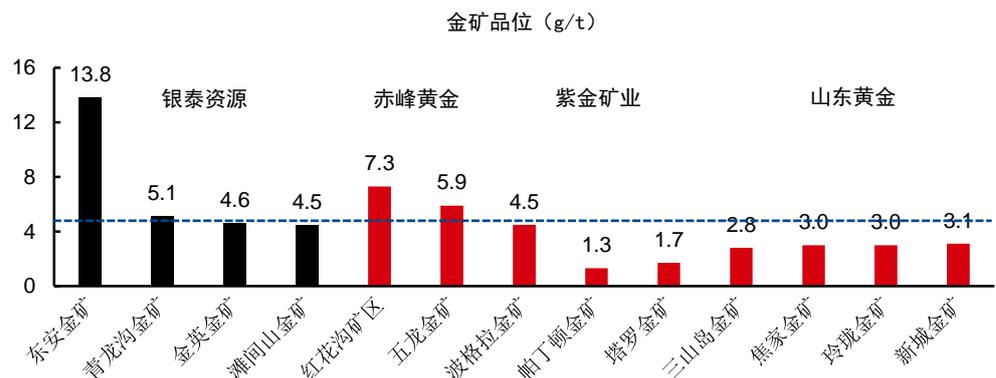
上市公司	金矿名称	资源储量 (吨)	平均品位 (g/t)	价格 (亿元)	权益占比	购买时间	价格/权益储量 (亿元/吨)
银泰资源	金英金矿	32.97	4.6		95%	2017年3月	
	青龙沟金矿	23.26	5.1		90%	2017年3月	
	滩间山金矿	21.74	4.5	45	90%	2017年3月	0.47
	青龙山金矿	2.39	3.9		90%	2017年3月	
	东安金矿	22.87	13.8		95%	2017年3月	
紫金矿业	波格拉金矿	93.56	4.53	18.21	50%	2015年8月	0.39
	帕丁顿金矿	24.38	1.28	11.07	100%	2015年2月	0.45
	布鲁斯杰克金矿	212.62	14.1	4.32	9.9%	2014年12月	0.21
山东黄金	归来庄金矿	10.63	4.04	8.81	70.7%	2014年11月	1.17
	蓬莱矿业	14.58	3.52	3.83	100%	2014年11月	0.26
	贝拉德罗金矿	213.00	0.85	67	50%	2017年6月	0.63
赤峰黄金	五龙金矿	16.23	-	6.2	100%	2013年7月	0.38
中国黄金	锦丰金矿	57.91	3.83	20	82%	2016年9月	0.42

资料来源：公司公告，中信证券研究部

金矿平均品位高，成本优势显著

公司旗下金矿品味显著优于国内同业水平。截至 2017 年底，东安金矿、青龙沟金矿、金英金矿及滩间山金矿的平均品位分别为 13.8g/t、5.1g/t、4.6g/t 及 4.5g/t，统计的金矿平均品位 4.8g/t。其中，东安金矿是国内最优质金矿之一，主矿体最高品位可达 18.32g/t，呈现矿体厚、品位高的特点。2018 年上半年，东安金矿平均入选品味金为 16g/t，银为 98g/t。

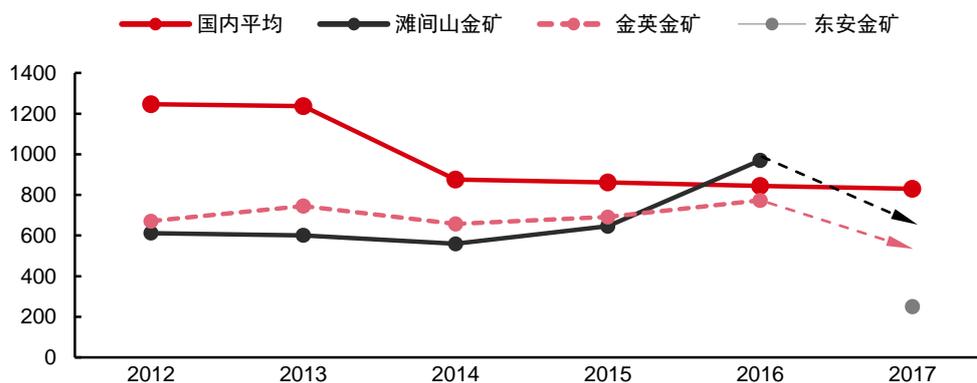
图 29：公司金矿平均品位居于国内前列



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：考虑统一数据口径，选择 2017 年数据

成本优势显著，未来有望进一步降低。公司旗下的三座金矿品位高，矿山产金的完全成本具有明显优势。尤其是东安金矿现金生产成本为 175 美元/盎司，总成本预计为 250 美元/盎司，远低于行业的平均成本（2017 年约 830 美元/盎司）。2016 年滩间山金矿和金英金矿由于产量显著下滑导致总成本分别上升至 773/970 美元/盎司。公司接手后，随着产量恢复和管理优化，未来成本有望降至 600 美元/盎司水平。

图 30: 公司金矿生产成本优势显著



资料来源: Frost & Sullivan Research, 公司公告, 中信证券研究部预测

预计未来三年黄金产量快速增长

公司目前在产的金矿为金英金矿和东安金矿。其中黑河洛克拥有的东安金矿于 2017 年 9 月底正式生产, 2018 年上半年, 该矿生产黄金 1.93 吨, 平均入选品位 16g/t, 实现净利润 2.25 亿元; 吉林板庙子拥有的金英金矿生产黄金 1.19 吨, 平均入选品味 3.35g/t, 实现净利润 1.04 亿元。2018 年上半年公司合计生产黄金 3.12 吨。

图 31: 公司旗下金矿采矿现场图



资料来源: 公司官网

预计 2020 年公司黄金年产量超 9 吨。随着公司旗下金矿相继投产并进入稳定运营, 预计 2018/2019/2020 年公司黄金合计产量分别为 5.9/7.0/9.5 吨, 其中, 金英金矿为 2.5/2.7/2.8 吨, 东安金矿为 2.96/2.96/3.58 吨, 青海大柴旦为 0/1.40/3.12 吨。

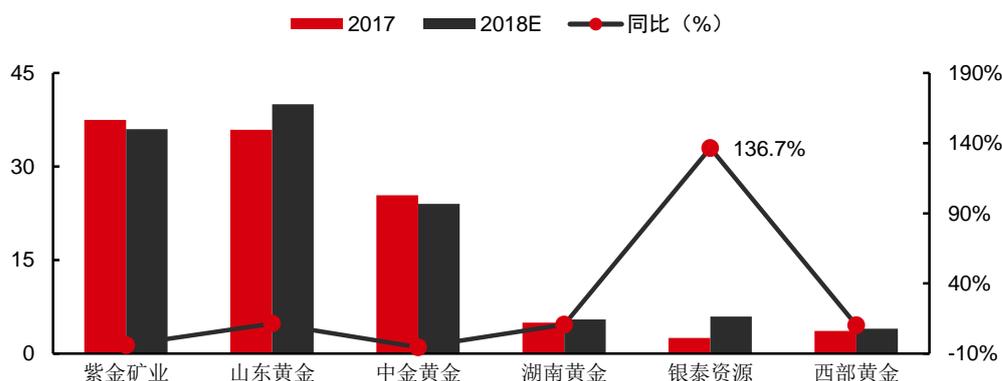
表 8: 2018-2020 年公司金矿合计开采矿石量及黄金产量预测

矿山名称		2017	2018E	2019E	2020E
开采矿石量 /万吨	金英金矿	73	78	80	85
	东安金矿	3	25	25	50
	滩间山金矿			55	60
	青龙沟金矿			16	20
	同比增长 (%)	-5.81%	42.17%	55.75%	22.16%
黄金产量 /吨	金英金矿	2.15	2.51	2.70	2.80
	东安金矿	0.36	3.43	2.96	3.58
	滩间山金矿			1.40	2.10
	青龙沟金矿				1.02
	合计	2.51	5.94	7.06	9.50

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

公司未来黄金产量增幅居国内首位。在 2017 年全球和中国黄金产量出现下滑背景下, 预计 2018 年公司黄金产量增超 130%, 带动公司业绩大幅提升。且随着公司滩间山和青龙沟两座金矿分别投产, 公司 2019、2020 年金矿产量仍保持快速增长, 业绩成长性居于国内金矿企业前列。

图 32: 公司黄金产量增长性位居国内黄金企业首位



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分项目拆解如下:

(1) **东安金矿转为地下开采后产量预计显著增长。**根据公司公告中第三方评估机构开采计划, 东安金矿主要分为露天和地下开采, 其中, 露采规模约 25 万吨/年, 已于 2017 年 9 月 29 日正式达产, 开采年限为 2 年, 地采约 50 万吨/年, 预计 2019 年底正式达产, 开采服务年限为 4 年。进入地下开采后, 采矿量上升带来黄金产量提升, 预计 2018/2019/2020 年东安金矿黄金产量分别为 3.43/2.96/3.58 吨。

表 9: 东安金矿开采矿石量及金银产量预测

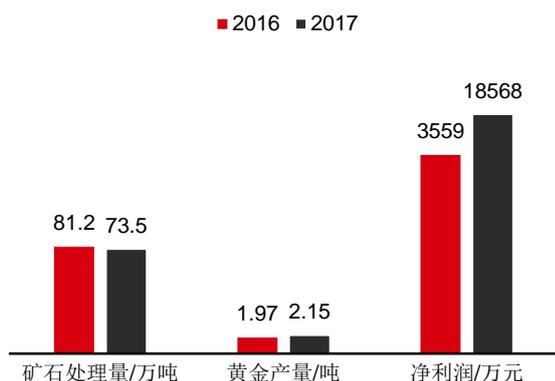
矿产类型	项目	2017Q4	2018E	2019E	2020E
资源量	露采矿石量(万吨)	3	25	25	-
	地采矿石量(万吨)	-	-	-	50
	露采平均品位(g/t)	13.8	16.0	13.8	13.8
	地采平均品位(g/t)	8.8	8.8	8.8	8.8
黄金	露采矿石贫化率 (%)	5%	5%	5%	5%
	地采矿石贫化率 (%)	10%	10%	10%	10%
	选冶总回收率 (%)	90.29%	90.29%	90.29%	90.29%
	黄金产量 (吨)	0.36	3.43	2.96	3.58
白银	露采平均品位(g/t)	75.4	75.4	75.4	75.4
	地采平均品位(g/t)	75.4	75.4	75.4	75.4
	露采矿石贫化率 (%)	5%	5%	5%	5%
	地采矿石贫化率 (%)	10%	10%	10%	10%
	选冶总回收率 (%)	70.12%	70.12%	70.12%	70.12%
	白银产量 (吨)	1.51	12.56	12.56	25.11

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

(2) 公司接手后金英金矿运营状况优化。2017 年金英金矿处理矿石量 73.5 万吨, 生产黄金 2.15 吨。与 2016 年相比, 在矿石处理量大致相同的情况下, 黄金产量显著增长, 且矿山成本明显下降, 矿山净利润由 2016 年 0.36 亿元增长至 1.86 亿元, 显示出公司优异的矿山运营能力, 预计未来金英金矿产量逐渐恢复, 成本稳步下降。

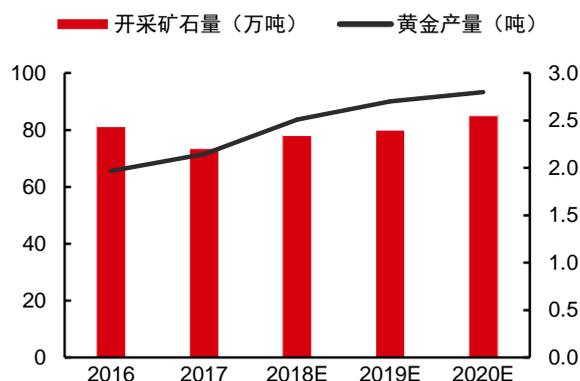
金英金矿金产量稳步上升。根据公司公告中第三方机构评估数据, 金英金矿的矿石贫化率 13.65%, 选冶回收率 86.40%。假设 2018-2020 年开采矿石量分别为 78/80/80 万吨, 对应黄金产量分别为 2.5/2.7/2.8 吨。

图 33: 金英金矿 2016/2017 年运营状况对比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 34: 金英金矿采矿量及黄金产量预测



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

(3) 青海大柴旦是未来黄金增产主力。青海大柴旦拥有的滩间山金矿和青龙沟金矿原均为在产矿山, 其中青龙沟金矿自 2003 年起暂停生产, 收购前青海大柴旦金产量主要由滩间山金矿提供。滩间山金矿停产前黄金产量达到 3 吨/年, 2017 年停产进行开采方式转变, 由露采转为地下开采, 预计 2019 年上半年恢复生产。青海大柴旦开矿条件较好,

且增储前景广阔，2017 年滩间山金矿通过勘探新增金金属量 12.66 吨，平均品位 4.5g/t，目前青海大柴旦累计黄金资源量 45 吨。

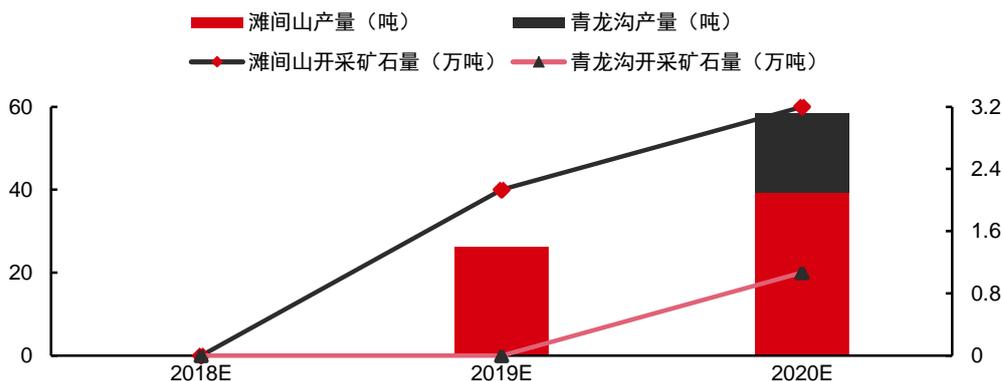
表 10：滩间山金矿历史生产数据

	单位	2014	2015	2016
矿石开采量	万吨	104.5	106	87
品味	g/t	3.7	3.14	1.9
黄金销量	吨	3.05	2.77	1.4
现金成本	美元/盎司	389	473	819
全成本	美元/盎司	559	646	970

资料来源：埃尔拉多年报，中信证券研究部

青海大柴旦金矿 2020 年黄金产量预计超 3 吨。根据公司公告中第三方评估数据，1) 滩间山金矿：设计生产规模 60 万吨/年，矿石贫化率 5.24%，选、冶综合回收率为 83.05%，平均入选品位 4.5g/t；2) 青龙沟金矿：生产规模 20 万吨/年，矿石贫化率为 10%，选、冶综合回收率为 81.62%，平均入选品位 5.1g/t。预计 2019/2020 年两座金矿合计产量分别为 1.40/3.12 吨。

图 35：青海大柴旦两座金矿开采矿石量及产量预测



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

优势之二：深耕银铅锌资源—玉龙矿业

资源储量位居国内公司前列

玉龙矿业在产矿段是目前国内矿产银最大的单一矿山之一。公司核心资产玉龙矿业拥有花敖包特银铅矿和花敖包特山矿段两个银铅锌矿采矿权。截至 2018 年中，花敖包特银铅矿采矿权证内银铅锌资源储量矿石量 2704.63 万吨，其中银金属量 4644.26 吨，铅金属量 45.66 万吨，锌金属量 57.06 万吨；花敖包特山矿段内保有资源储量矿石量 511.9 万吨，其中银金属量 480.37 吨，铅金属量 4.92 万吨，锌金属量 9.41 万吨。

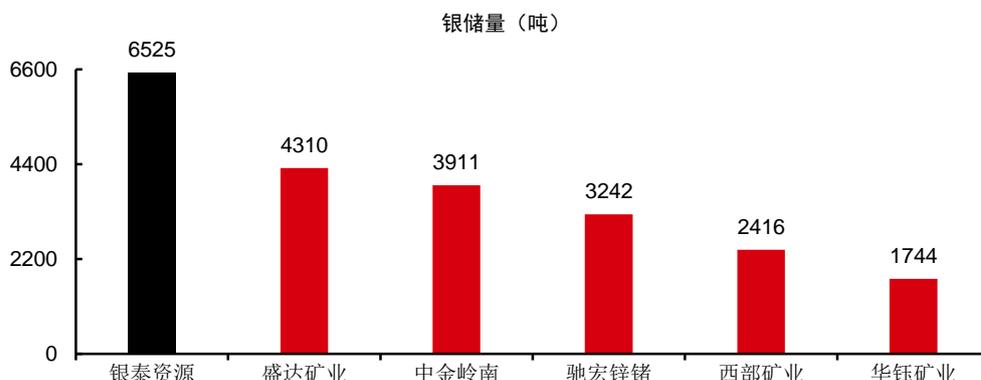
表 11: 截至 2018 年 6 月 30 日公司保有银铅锌资源储量

矿区		花敖包特银铅矿	花敖包特山矿段	合计
矿石量 (万吨)		2704.63	511.90	3249.0
金属量	银 (吨)	4644.26	480.37	5124.63
	铅 (万吨)	45.66	4.92	50.58
	锌 (万吨)	57.06	9.41	66.47
原矿品位	银 (g/t)	171.7	93.8	-
	铅 (%)	1.69	0.96	-
	锌 (%)	2.11	1.84	-

资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

银铅锌资源储量可观, 行业排名领先。截止 2017 年底, 公司银金属资源储量 6525 吨, 位居 A 股银铅锌采选可比上市公司首位。年产含量银 150 吨左右。铅锌资源储量合计达到 133 万吨, 铅锌精粉产量属于国内大型矿企之一。

图 36: 国内银矿采选上市公司资源储量对比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 数据截止至 2017 年底

得天独厚的高品位银铅锌矿山。玉龙矿业不仅矿石资源储量丰富, 品位也处于国内领先地位。2018 上半年玉龙矿业的平均入选品位铅为 1.70%, 锌为 2.81%, 银为 201g/t, 是国内最富的矿山之一。

表 12: 玉龙矿业银铅锌矿入选品味

	单位	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
铅	%	2.32	2.90-3.08	2.63	2.50	1.96	1.94	1.70
锌	%	3.67	4.33-4.98	3.70	3.65	2.83	2.83	2.81
银	g/t	321	379-399	368	344	264	244	201

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

四个探矿权勘探潜力大, 增储前景乐观。玉龙矿业拥有 4 宗铅锌探矿权证, 勘探面积 41.11km²。截至 2017 年底, 探矿区矿石量 1349.2 万吨, 拥有银、铅、锌金属量分别 1307.1 吨、6.4 万吨及 7.1 万吨, 还包括 6.0 吨金、2.1 万吨铜及 871.3 吨锡。此外, 花敖包特矿区及外围 II 区完成勘探工程, 1118 高地勘查工作取得重大进展, 未来矿山增储前景乐观。

表 13: 截至 2017 年玉龙矿业探矿区估算资源储量

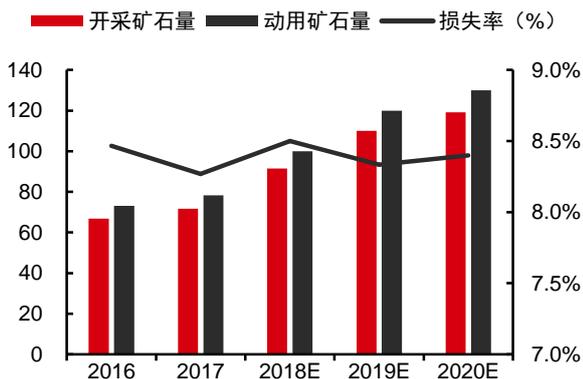
矿区		外围 II 区	1118 高地	1038 高地	南山	合计
矿石量 (万吨)		707.1	521.1	60.4	60.7	1349.2
金属量	银 (吨)	702.9	419.2	78.1	106.9	1307.1
	铅 (万吨)	2.7	1.6	0.7	1.4	6.4
	锌 (万吨)	2.5	3.0	0.0	1.6	7.1
	金 (吨)	5.6	0.4	-	-	6.0
	铜 (万吨)	-	2.1	-	-	2.1
	锡 (吨)	-	871.3	-	-	871.3
原矿品位	银 (g/t)	99.4	80.5	129.4	176.0	96.9
	铅 (%)	0.4	0.3	1.2	2.3	0.5
	锌 (%)	0.4	0.6	2.1	2.7	0.5
	金 (%)	0.8	0.1	-	-	0.4
	铜 (%)	-	0.4	-	-	0.2
	锡 (%)	-	0.02	-	-	0.01
	折算当量银 (g/t)	195.6	182.8	293.4	411.4	215.7

资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

工程进度符合预期, 产量增长具备确定性

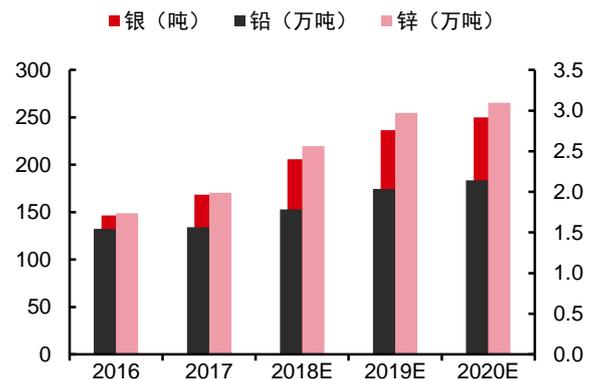
玉龙大竖井工程如期投产, 采选能力大幅提升。2017 年玉龙矿业开采矿石量 71.75 万吨。2015 年 8 月开始公司对现有采矿生产系统全面升级改造, 设计新建三条竖井, 改造两条竖井, 设计最大井深 600m 左右, 最大提升能力 3500 吨/日。截止到 2018 年中, 所有井筒均已落底, 并完成四条竖井的井架安装及井筒装备安装。预计 2018 年底完成主竖井井塔施工及井筒装备安装, 2019 年下半年完成安全验收, 投入使用。项目投产后, 公司年矿石处理量预计将提升至 130 万吨, 银铅锌金属产量也将保持稳定增长。

图 37: 玉龙矿业矿石开采量预测



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

图 38: 公司银铅锌金属产量预测



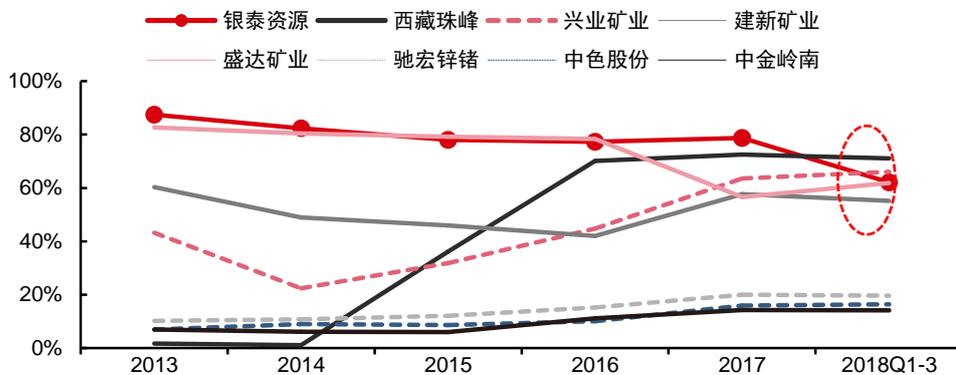
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

优势之三: 高毛利低负债, 护航未来持续扩张

毛利率处行业前列, 预计未来稳定增长。2013-2016 年公司的平均销售毛利率 81.27%, 处于行业领先地位, 主要原因是玉龙矿业品位处于行业前列。2017 年后随着贸易业务收入占比提高, 公司整体毛利率下滑, 剔除贸易业务后公司 2017 年和 2018 年上半年毛利率

分比为 78.7%和 62.1%，仍处于行业前列。随着未来黄金矿山陆续达产，黄金业务占比提升，预计公司整体毛利率也将稳步回升。

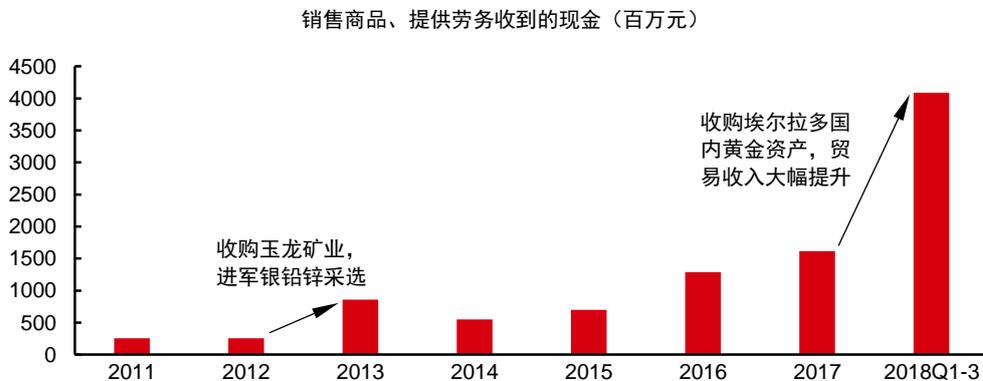
图 39：公司销售毛利率位于行业前列



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：银泰资源数据为扣除贸易业务之后结果

矿业并购和矿山运营为公司带来充沛现金流。公司 2013 年并入玉龙矿业，凭借优质矿山带来的现金流增加，公司经营状况显著好转，并于 2016 年收购埃尔拉多位于国内的黄金资产。黄金业务并表后，公司现金流进一步增加，为后续成长提供基础。

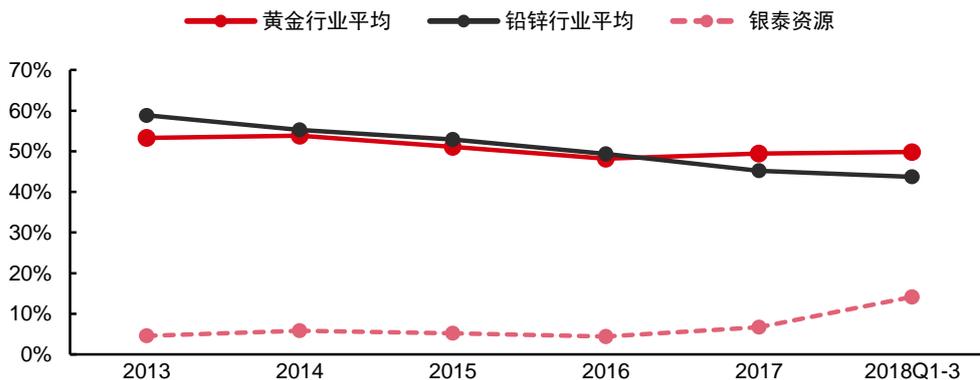
图 40：矿业收购为公司持续创造现金流



资料来源：公司公告，中信证券研究部

资产负债率极低，未来融资空间大。2013 年公司收购玉龙矿业后资产负债率大幅下降，2013-2017 年公司平均资产负债率仅为 5.36%，处于行业内极低水平。2018 年黄金资产并表后，公司资产负债率小幅上升，2018 年前三季度为 14.15%，仍处于行业低位。优异的负债结构为公司未来继续获取优质矿产资源项目、做大做强自身业务提供了保障。

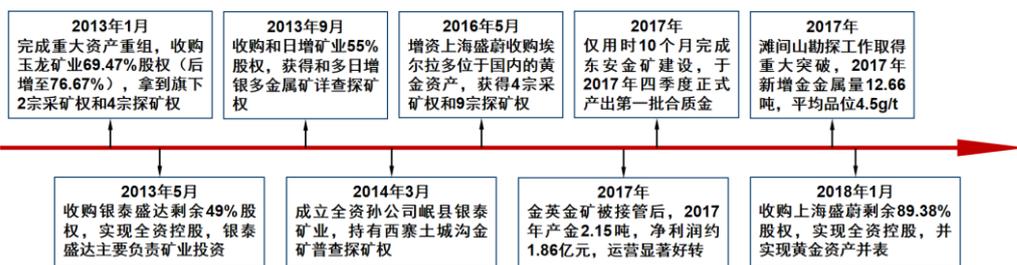
图 41: 公司资产负债率极低



资料来源: Wind, 中信证券研究部

公司具备优异的矿业收购和矿山运营经验, 未来成长逻辑清晰。公司分别于 2013 年和 2016 年购入玉龙矿业和埃尔拉多在境内的黄金资产, 进军银铅锌采选和黄金采选业务。逐渐成长为国内前列的贵金属企业。且公司接手矿山后显示出优异的运营能力, 矿山生产经营状况均显著好转。凭借优质矿山带来现金流持续增加和极低的资产负债率, 公司未来扩张潜力大, 成长性高。

图 42: 公司矿业勘探采选业务扩张梳理



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

■ 风险因素

主要产品价格波动的风险; 建设进度不及预期的风险; 权属有效期限的风险。

■ 盈利预测及关键假设

关键假设

1. 黄金板块: 2018-2020 年黄金价格 1280/1320/1380 美元/盎司, 随着三座金矿建设逐步投产, 2018-2020 年黄金产量分别为 5.9/7.0/9.5 吨;

2. 银铅锌板块: 1) 2018-2020 年银产品价格 3700/3814/4000 元/千克, 随着大竖井工程完成和东安金矿银产出, 银产量合计增至 175 吨以上; 2) 2018-2020 年铅精矿价格

2300/2400/2500 美元/吨, 铅精矿产量稳步增长至 2.1 万吨; 3) 2018-2020 年锌精矿价格 2900/3000/3200 美元/吨, 锌精矿产量增长至 3.1 万吨。

盈利预测与估值

公司主营业务为黄金及银、铅、锌精矿的采选。随着公司旗下矿山相继投产和玉龙矿业扩建项目投产, 公司黄金产量有望快速增长, 银铅锌产量也将进一步扩张。在全球经济增速放缓、通胀上行、避险情绪上升等因素作用下, 金价有望进入上行通道。供需缺口逐渐收窄, 环保督查等政策继续限制铅锌产量释放, 铅锌价格预计维持震荡。基于以上假设我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 47.91/56.76/68.89 亿元, 黄金产量快速上行带来公司营收大幅增长, 产量增长和优化矿山运营带来毛利率提升。

表 14: 公司主要业务盈利预测关键假设

	单位	2017	2018E	2019E	2020E
公司总体					
收入	百万元	1482.6	4,791.0	5,676.2	6,888.9
成本	百万元	707.1	3,420.2	3,850.9	4,469.5
毛利	百万元	775.5	1,370.8	1,825.3	2,419.4
毛利率	%	52.30%	28.61%	32.16%	35.12%
黄金板块					
收入	百万元		1652.0	2038.6	2867.8
成本	百万元		643.1	776.6	1187.5
毛利	百万元		1008.9	1262.0	1680.3
毛利率	%		61.07%	61.90%	58.59%
金属量					
黄金	吨	2.51	5.94	7.06	9.50
白银	吨	1.51	10.00	12.00	20.00
玉龙矿业					
收入	百万元	980.21	539.0	887.6	1121.1
成本	百万元	207.99	191.1	339.3	399.0
毛利	百万元	772.22	347.9	548.3	722.1
毛利率	%	78.78%	64.55%	61.78%	64.41%
金属量					
银	吨	168.41	205.88	236.5	250.07
铅	万吨	1.56	1.78	2.04	2.14
锌	万吨	1.99	2.56	2.97	3.10

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

公司以黄金及银铅锌采选业务为主, 参考 A 股从事黄金采选的公司和从事银铅锌矿等采选的公司作为估值参考。上述假设下, 预计公司 2018-2020 年归属于母公司净利润分别为 6.89/9.45/12.86 亿元, 对应 EPS 分别为 0.35/0.48/0.65 元。目前股价 8.68 元, 对应 2018-2020 年 PE 分别为 25/18/13 倍。通过对比相对估值和绝对估值法得到公司股价合理区间 10.5-11.7 元, 考虑到公司优异的矿山资源禀赋和未来黄金产量快速增长, 取估值区间上限 11.7 元作为公司目标价。

表 15：银泰资源盈利预测与估值情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	762	1,483	4,791	5,676	6,889
增长率 YoY%	4.2	94.6	223.1	18.5	21.4
净利润(百万元)	220	325	689	945	1,286
增长率 YoY%	-11.4	48.1	111.9	37.0	36.2
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.20	0.30	0.35	0.48	0.65
毛利率%	77.3	52.5	28.6	32.2	35.1
PE	43	29	25	18	13
PB	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2018 年 12 月 7 日收盘价

■ 相关研究

黄金行业深度研究报告：从周期的波动看金价的运行

(2018-10-25)

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	762	1,483	4,791	5,676	6,889
营业成本	173	704	3,420	3,851	4,470
毛利率	77.3%	52.5%	28.6%	32.2%	35.1%
营业税金及附加	44	73	120	142	172
营业费用	1	1	2	2	3
营业费用率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	207	219	240	284	344
管理费用率	27.2%	14.8%	5.0%	5.0%	5.0%
财务费用	-10	-15	32	25	18
财务费用率	-1.3%	-1.0%	0.7%	0.4%	0.3%
投资收益	23	23	30	30	30
营业利润	369	524	1,008	1,402	1,912
营业利润率	48.4%	35.3%	21.0%	24.7%	27.8%
营业外收入	3	1	15	1	1
营业外支出	5	2	4	4	4
利润总额	367	523	1,019	1,400	1,909
所得税	72	89	218	301	413
所得税率	20.9%	17.9%	22.0%	22.0%	22.0%
少数股东损益	75	108	112	154	209
归属于母公司股东的净利润	220	325	689	945	1,286
净利率	38.7%	29.2%	16.7%	19.3%	21.7%
每股收益(元)(摊薄)	0.20	0.30	0.35	0.48	0.65

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	337	37	240	923	1,117
存货	108	68	855	193	223
应收账款	0	0	34	57	69
其他流动资产	499	1,153	1,323	1,442	1,559
流动资产	944	1,258	2,452	2,614	2,968
固定资产	662	682	1,852	1,875	1,999
长期股权投资	10	10	0	0	0
无形资产	2,676	2,604	5,604	7,268	7,832
其他长期资产	604	856	1,238	1,386	1,342
非流动资产	3,951	4,152	8,694	10,529	11,173
资产总计	4,895	5,410	11,146	13,143	14,141
短期借款	0	30	46	30	30
应付账款	17	4	205	270	313
其他流动负债	195	93	778	829	788
流动负债	212	126	1,029	1,129	1,130
长期借款	0	235	235	235	235
其他长期负债	3	3	3	803	303
非流动性负债	3	238	238	1,038	538
负债合计	216	364	1,267	2,166	1,668
股本	1,082	1,082	1,983	1,983	1,983
资本公积	2,051	2,051	5,180	5,180	5,180
股东权益合计	3,787	4,103	8,824	9,768	11,055
少数股东权益	893	943	1,055	1,209	1,418
负债股东权益总计	4,895	5,410	11,146	13,143	14,141

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	367	523	1019	1400	1909
所得税支出	72	89	218	301	413
折旧和摊销	129	136	270	553	675
营运资金的变化	-87	384	-104	636	-159
其他经营现金流	1	-33	2	-5	-12
经营现金流合计	339	920	969	2,282	2,000
资本支出	-220	-250	-4,522	-2,188	-1,219
投资收益	23	26	30	30	30
其他投资现金流	-4,153	-6,214	10	0	0
投资现金流合计	-573	-1,525	-4,782	-2,358	-1,289
发行股票	0	0	4,031	0	0
负债变化	0	265	16	784	-500
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-287	-53	-32	-25	-18
融资现金流合计	-287	212	4,015	759	-518
现金及现金等价物净增加额	-521	-392	202	684	193

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	4.2	94.6	223.1	18.5	21.4
营业利润	-8.6	42.2	92.3	39.1	36.4
净利润	-9.2	48.1	111.9	37.0	36.2
利润率 (%)					
毛利率	77.3	52.5	28.6	32.2	35.1
EBIT Margin	44.2	32.8	21.1	24.6	27.6
EBITDA Margin	61.2	41.9	26.7	34.4	37.4
净利率	38.7	29.2	16.7	19.3	21.7
回报率 (%)					
净资产收益率	7.6	10.3	8.9	11.0	13.3
总资产收益率	6.0	8.0	7.2	8.4	10.6
其他 (%)					
资产负债率	4.4	6.7	11.4	16.5	11.8
所得税率	20.9	17.9	22.0	22.0	22.0
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。