东兴证券 DONGXING SECURITIES

银泰黄金（000975）：黄金业务保持高增长，玉龙矿业具备修复预期

2020 年 09 月 02 日

推荐/维持

银泰黄金 | 公司报告

- **事件：**公司发布 2020 中报。公司上半年实现营业收入 38.02 亿元，同比增长 50.4%；实现归母净利润 6.10 亿元，同比增长 39.26%；实现归母扣非净利润 5.52 亿元，同比增长 26.44%；基本每股收益 0.31 元，同比增长 37.51%。
- **公司矿产资源储量丰富：**截止 2019 年底，公司合计总资源量矿石量 8018.22 万吨；金金属量 99.31 吨，银金属量 7706.03 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。（上述资源储量中部分储量尚未经评审）。2020 年 7 月 22 日玉龙矿业 1118 高地勘探报告获评审通过。
- **核心黄金业务保持高增长态势：**2020 上半年 SHFE 金 T+D 均价 369.6 元/克，同比增+28.4%。产销方面，上半年三大金矿子公司产量持续释放，黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦合计实现黄金销售 3.85 吨，同比/环比+17.7%/+51.6%，合计实现净利润 6.49 亿元，同比+71.65%，对公司归母净利润贡献率达到 86.04%。受益于价量齐升，公司合质金业务营收 13.69 亿元，同比+47.1%，毛利 8.43 亿元，同比+35.2%。
- **不利因素渐除，玉龙矿业产销预计恢复：**玉龙矿业作为公司业务版图的重要补充，2020 上半实现营收 2.67 亿元，同比-5.5%；净利润 3076 万元，同比-63.2%。业绩低于预期主因疫情导致的复工推迟，以及 5 月缴纳欠缴的矿产资源补偿费及滞纳金。预计 2020 下半年玉龙矿山产销将逐步恢复正常，到 2021 年营收贡献回升至 7 亿元以上，毛利达到 3.9 亿元（按当前铅锌银价格），较 2020 年业绩具备向上修复弹性。
- **多个项目产能有序扩张，矿金产量具备提升空间：**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；板庙子采矿许可证生产规模扩至 80 万吨/年；2020 年作为青海大柴旦的首个完整生产年度，预计产金 2 吨以上。2020-2022 年公司黄金整体产量预计分别为 7.6/8.2/8.6 吨。
- **黄金上行周期不改，年内均价破 400 元/克可待：**全球流动性宽松的大背景下，考虑到黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的持续及央行购金与实物持仓 ETF 的一致性及趋势性，黄金价格预计将维持高位，短期波动不改长期向上格局，人民币黄金年内均价破 400 元/克可待。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 69.21/76.83/82.20 亿元；归母净利润 11.21/13.77/15.15 亿元；EPS 分别为 0.57/0.69/0.76 元，对应 PE 为 30.3/24.7/22.5，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**金属价格下跌；产销量不达预期；开采品位下滑；

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,826.24	5,148.95	6,920.77	7,682.51	8,219.81
增长率（%）	225.52%	6.69%	34.41%	11.01%	6.99%
归母净利润（百万	662.57	864.17	1,121.28	1,376.82	1,515.45
增长率（%）	77.79%	24.02%	30.40%	22.79%	10.07%
每股收益	0.33	0.44	0.57	0.69	0.76
PE	51.29	39.07	30.34	24.71	22.45
PB	4.08	3.76	3.41	3.05	2.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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）	16.64-16.7
总市值（亿元）	330.03
流通市值（亿元）	206.12
总股本/流通 A 股（万股）	198337/123871
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.8

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡道恒

021-25102923 hudh@dxzq.net.cn

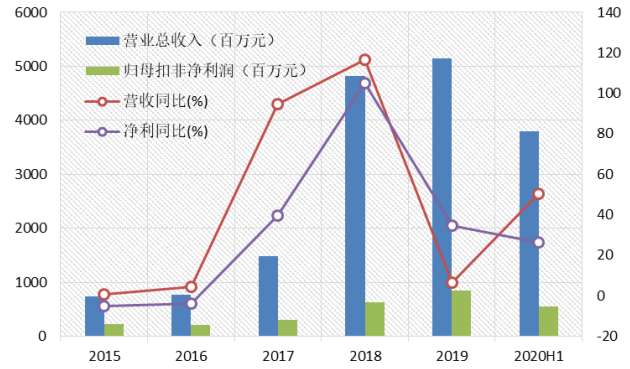
执业证书编号: S1480519080001

研究助理：张天丰

021-25102914 tfzhang901@126.com

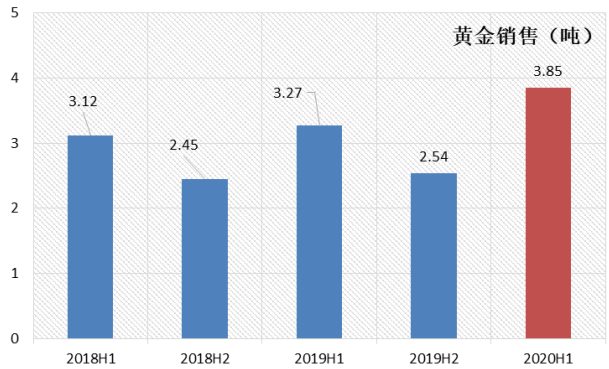
执业证书编号: S1480118100014

图1：营收、归母净利及同比增速（2015-2020H1）



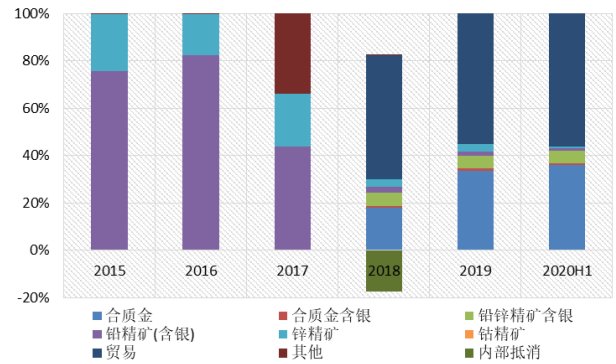
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：公司 2018-2020H1 矿金销量（2018 年取产量数据）



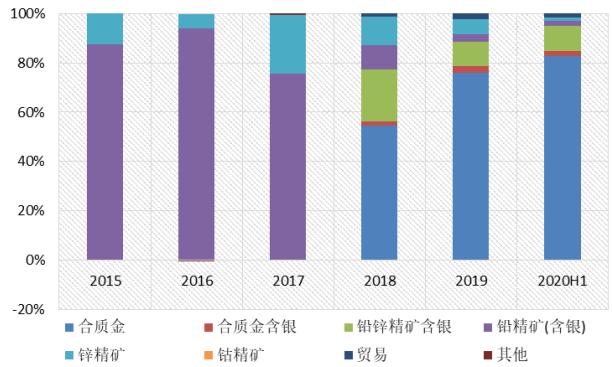
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：分产品营收结构（2015-2020H1）



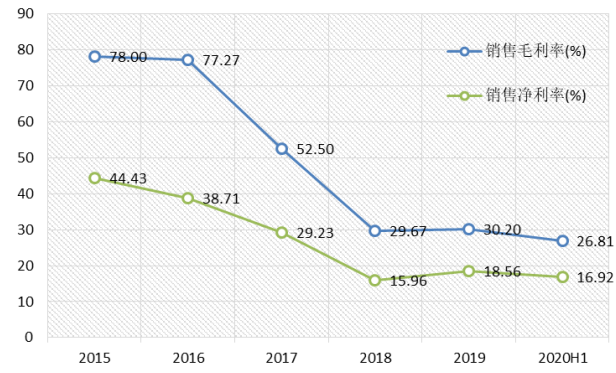
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：分产品毛利结构（2015-2020H1）



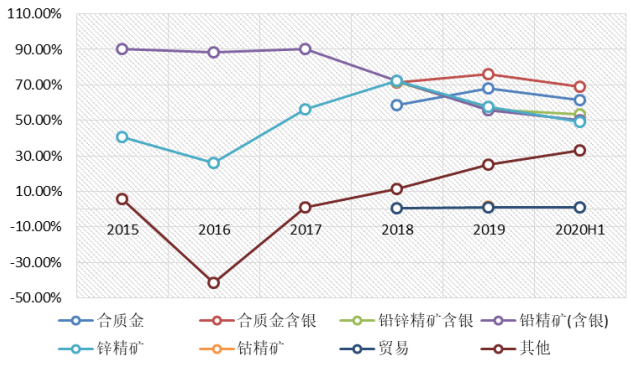
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：毛利率及净利率变动（2015-2020H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：分产品毛利率变动（2015-2020H1）



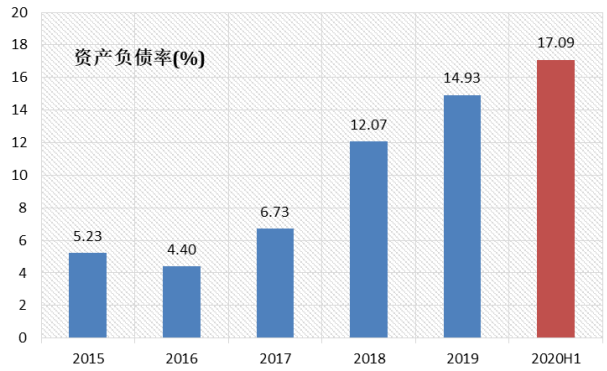
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图7：费率变动情况（2015-2020H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图8：资产负债率逐年提高（2015-2020H1）



资料来源：公司公告，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	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1683	2161	3652	4895	6382
货币资金	182	311	1150	1767	2640
应收账款	31	40	47	53	56
其他应收款	7	14	18	20	22
预付款项	17	24	43	63	85
存货	665	1065	1305	1400	1486
其他流动资产	718	70	70	70	70
非流动资产合计	9001	9725	9750	9803	9835
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2288	2527	2447	2365	2274
无形资产	5533	5460	5492	5522	5551
其他非流动资产	22	645	600	600	600
资产总计	10683	11886	13401	14697	16217
流动负债合计	522	1070	1372	1337	1395
短期借款	25	296	196	46	0
应付账款	71	204	261	280	297
预收款项	3	28	55	86	119
一年内到期的非流	0	8	0	0	0
非流动负债合计	767	705	867	875	880
长期借款	235	235	235	235	235
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	1289	1775	2240	2212	2276
少数股东权益	1054	1064	1188	1341	1510
实收资本（或股本）	1983	1983	1983	1983	1983
资本公积	5175	5225	5225	5225	5225
未分配利润	1112	1407	2248	3280	4417
归属母公司股东权	8340	9048	9974	11144	12432
负债和所有者权益	10683	11886	13401	14697	16217

现金流量表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1150	1146	1975	1986	2141
净利润	770	955	1246	1530	1684
折旧摊销	542.42	536.06	470.98	495.40	521.48
财务费用	41	29	24	1	-24
应收账款减少	-31	-9	-7	-5	-4
预收帐款增加	3	25	28	31	33
投资活动现金流	-189	-1066	-1025	-1078	-1083
公允价值变动收益	2	-3	0	0	0
长期投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	38	27	30	30	30
筹资活动现金流	-988	91	-172	-349	-244
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	902	0	0	0	0
资本公积增加	3124	50	0	0	0
现金净增加额	-27	171	778	558	814

利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4826	5149	6921	7683	8220
营业成本	3394	3594	4763	5111	5424
营业税金及附加	116	101	138	154	164
营业费用	3	3	3	4	4
管理费用	281	256	346	384	411
财务费用	41	29	24	1	-24
研发费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	43.63	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.09	-3.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.38	27.12	30.00	30.00	30.00
加：其他收益	0.60	1.49	0.00	0.00	0.00
营业利润	988	1192	1676	2060	2270
营业外收入	12.89	8.94	10.00	10.00	15.00
营业外支出	10.27	23.89	25.00	30.00	40.00
利润总额	991	1177	1661	2040	2245
所得税	220	222	415	510	561
净利润	770	955	1246	1530	1684
少数股东损益	108	91	125	153	168
归属母公司净利润	663	864	1121	1377	1515

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	225.52%	6.69%	34.41%	11.01%	6.99%
营业利润增长	88.52%	20.66%	40.60%	22.88%	10.21%
归属于母公司净利	103.70%	30.43%	29.75%	22.79%	10.07%
获利能力					
毛利率(%)	29.67%	30.20%	31.18%	33.48%	34.01%
净利率(%)	15.96%	18.56%	18.00%	19.91%	20.49%
总资产净利润（%）	6.20%	6.20%	7.27%	8.37%	9.37%
ROE(%)	7.94%	9.55%	11.24%	12.35%	12.19%
偿债能力					
资产负债率(%)	12%	15%	17%	15%	14%
流动比率	3.22	2.02	2.66	3.66	4.57
速动比率	1.95	1.02	1.71	2.61	3.51
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.46	0.55	0.55	0.53
应收账款周转率	315	146	158	154	151
应付账款周转率	128.75	37.41	29.78	28.40	28.48
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	0.33	0.44	0.57	0.69	0.76
每股净现金流(最	-0.01	0.09	0.39	0.28	0.41
每股净资产(最新	4.21	4.56	5.03	5.62	6.27
估值比率					
P/E	51.29	39.07	30.34	24.71	22.45
P/B	4.08	3.76	3.41	3.05	2.74
EV/EBITDA	21.79	19.56	15.35	12.74	11.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。