2020 年 09 月 01 日

证券研究报告•2020 年半年报点评

银泰黄金（000975）有色金属

买入（首次）

当前价：16.16 元

目标价：23.40 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

黄金量价齐升，上半年业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2020 年半年报。公司 2020H1 实现营收 38.02 亿元，同比增长 50.40%，实现归母净利润 6.10 亿元，同比增长 39.26%，实现扣非后归母净利润 5.52 亿元，同比增长 26.44%，经营活动产生的净现金流 12.56 亿元，同比增长 66.28%。其中 Q2 实现营收 18.63 亿元，同比增长 33.11%，环比减少 3.89%，实现归母净利润 3.36 亿元，同比增长 25.39%，环比增长 22.41%，实现扣非后归母净利润 2.84 亿元，同比增长 5.44%，环比增长 6.12%。

- **黄金销量增加+金价上涨，业绩符合预期。**公司上半年实现营收同比增长 50.40%，归母净利润同比增长 39.26%，主要得益于矿山企业的销量增加和金价的大涨：公司依托于黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦拥有的品位高、盈利能力强的黄金矿业资产，2020 年上半年共销售黄金 3.85 吨，同比增长 18%；2020 上半年国际金价均价为 1645.42 美元/盎司，较上年同期上涨 25.9%，国内市场黄金平均价格为 370.0 元/克，同比上升 28.5%。因此公司矿山企业净利润均实现增长：黑河银泰净利润同比增加 13.34%，吉林板庙子净利润同比增加 149.73%，青海大柴旦净利润同比增加 515.22%。

- **银铅锌采选业务业绩不及预期，金属贸易业务业绩大幅增长。**2020 年上半年，从事银铅锌采选业务的玉龙矿业实现营业收入 26650.39 万元，净利润 3075.96 万元，同比减少 63.23%，净利润同比下降主要是因为玉龙矿业受疫情防控影响，春季复工时间较往年推迟以及缴纳了以前年度欠缴的矿产资源补偿费及滞纳金；从事金属贸易业务的银泰盛鸿 2020 上半年共实现净利润 1430.53 万元，比上年同期增长 62.05%，主要得益于上下游市场和有色金属贸易品种的开拓：其作为公司矿产品的销售平台除销售合质金和铅精矿外，还开展了白银、铜、锡、镍、铝、锌等贸易活动，并且通过套期保值等方式降低了贸易风险，锁定了贸易利润。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 67 亿元、71.6 亿元和 75.1 亿元；EPS 分别为 0.60 元、0.72 元和 0.80 元，对应 P/E 为 27X、23X、20X。按行业可比公司 2020 年 PE 均值 39X 对应的目标价为 23.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动、产量不及预期、国际政治经济形势变化造成黄金价格波动等风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5148.95	6704.80	7164.80	7514.80
增长率	6.69%	30.22%	6.86%	4.88%
归属母公司净利润（百万元）	864.17	1195.59	1419.33	1577.15
增长率	30.43%	38.35%	18.71%	11.12%
每股收益 EPS（元）	0.44	0.60	0.72	0.80
净资产收益率 ROE	9.45%	11.91%	12.56%	12.52%
PE	37	27	23	20
PB	3.17	2.84	2.54	2.27

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邱培宇

执业证号：S1250520070001

电话：021-58351893

邮箱：qiupy@swsc.com.cn

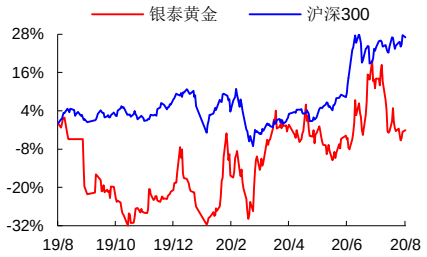
分析师：刘岗

执业证号：S1250517100001

电话：010-58251918

邮箱：lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.83
流通 A 股(亿股)	12.39
52 周内股价区间(元)	11.4-19.73
总市值(亿元)	320.51
总资产(亿元)	125.12
每股净资产(元)	4.68

相关研究

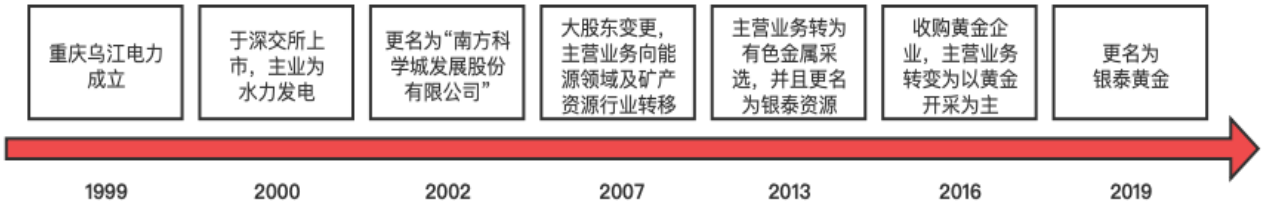
1 三大金矿产能释放+金价上涨，盈利能力大幅加强

银泰黄金股份有限公司（以下简称“银泰黄金”或“公司”）成立于 1999 年，前身为乌江电力，控股股东为重庆乌江电力集团，于 2000 年在深交所上市，主要从事水力发电。2007 年中国银泰成为控股股东，2013 年主营业务正式转变为有色金属采选（银、铅、锌），2016 年主营业务以黄金开采为主，2019 年更名为银泰黄金。

报告期内，公司共拥有 4 个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦，此外还有一家贸易企业银泰盛鸿，主要产品为合质金（含银）、铅精矿（含银）和锌精矿。**其中，黑河银泰东安金矿是国内品位最高、最易选冶的金矿之一，玉龙矿业是目前国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一。**

据中国黄金协会，公司矿产金产量在中国黄金上市企业中排名第五：截至 2019 年底，银泰黄金生产合质金（含银）24.67 吨，铅精矿（含银）7906.52 吨，锌精矿 9929.12 吨。公司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。

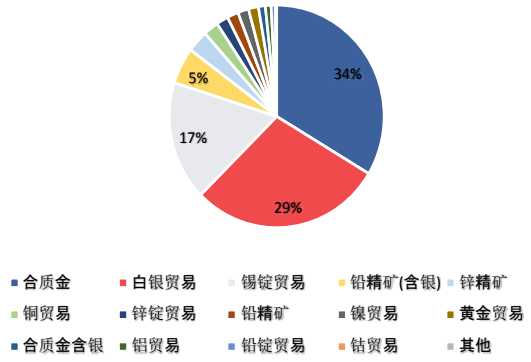
图 1：公司历史变革：1999 年成立，2000 年上市，2016 年主营业务变为黄金开采



数据来源：公司公告，西南证券整理

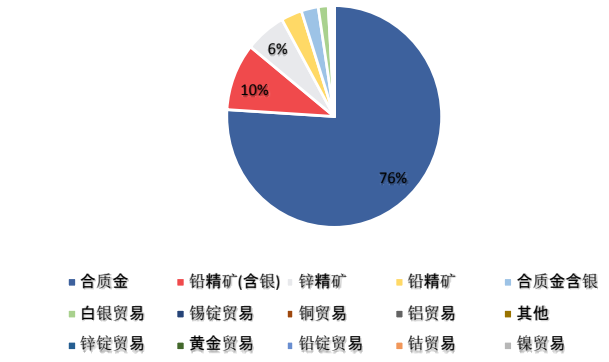
主营业务结构未发生明显变化。公司主营产品包括合质金（含银）、铅精矿（含银）和锌精矿以及各类金属的贸易等，营收构成与上年同期变化不大：收入端，2019 年合质金占比达 34%，其次为白银贸易（29%），锡锭贸易（17%）与铅精矿（含银）（5%）。毛利润端，2019 年合质金占比达 76%，其次为铅精矿（含银）（10%），锌精矿（6%），合质金附加值较高。

图 2：2019 年营收占比：合质金 34%，白银贸易 29%



数据来源：Wind，西南证券整理

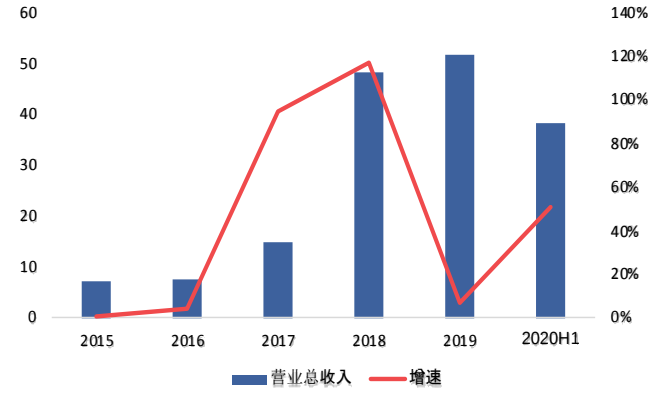
图 3：2019 年毛利润占比：合质金 76%，铅精矿（含银）10%



数据来源：Wind，西南证券整理

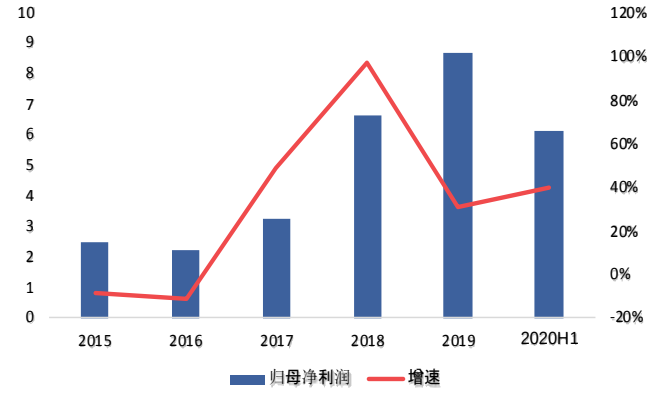
营收和净利润步入稳定增长期。2019 年公司实现营业收入 51.49 亿元，同比增长 6.69%，实现归母净利润 8.64 亿元，同比增长 30.43%，主要原因是青海大柴旦投产后黄金产量以及黄金价格的上涨。2020H1 公司实现营业收入 38.02 亿元，同比增长 50.40%，实现归母净利润 6.10 亿元，同比上升 39.26%，主要原因是矿产品销售收入和贸易收入同比增加，以及黄金价格整体呈上升趋势。

图 4：公司 2020H1 营收达 38.02 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

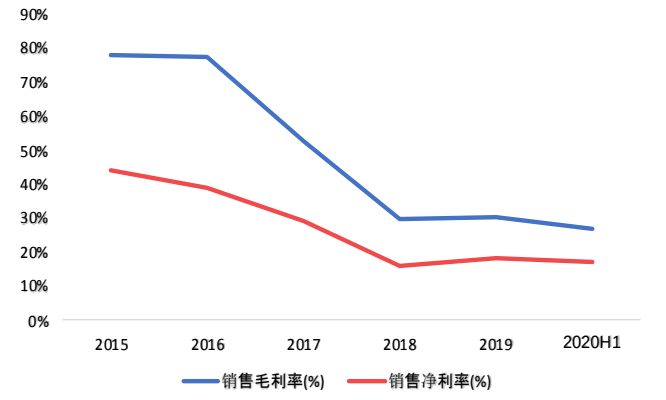
图 5：公司 2020H1 归母净利润达 6.10 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

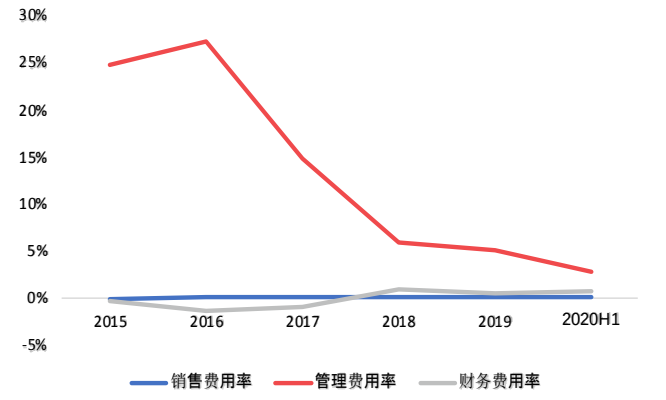
整体毛利率呈下滑趋势，期间费用率显著改善。2015-2019 年，公司销售毛利率自 78.00%下跌至 30.20%，公司销售净利率自 44.43%下跌至 18.56%，系公司 2017 年并购重组后，新增毛利率极低的金属商品贸易业务导致，但有色金属采选业务的毛利率依旧保持在高位。2015-2019 年公司期间费用率由 24.49%下降至 3.45%，其中管理费用率由 24.76%下降至 2.79%，主要系公司营收大幅增加所致。2020H1 公司销售毛利率为 26.81%，同比下降 5.70 个百分点，销售净利率为 16.92%，同比提高 2.14 个百分点，销售毛利率下降主要系金属商品贸易业务占比同比增加导致。

图 6：公司 2015-2020H1 毛利率与净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2015-2020H1 期间费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

公司产品可划分成：合质金（含银）、铅精矿（含银）、锌精矿及其他四部分进行分别测算。

假设 1：2019 年子公司玉龙矿业受同地区其它矿山矿难影响，导致公司银铅锌产量同比有所下滑，目前玉龙矿业已经复产，公司银铅锌产销量将恢复到 2018 年水平；

假设 2：未来三年合质金（含银）的销量分别为 26 吨、28 吨、30 吨，销售价格分别为 90 万元/吨、100 万元/吨、105 万元/吨；

假设 3：未来三年合质金（含银）毛利率均为 70%，其他金属毛利率不变；

假设 4：其他产品收入为 3500 万元，毛利率不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合质金（含银）	收入	1783.2	2340.0	2800.0	3150.0
	增速	13.6%	31.2%	19.7%	12.5%
	毛利率	68.5%	70.0%	70.0%	70.0%
铅精矿（含银）	收入	358.7	698.6	698.6	698.6
	增速	-7.6%	94.8%	0.0%	0.0%
	毛利率	56.1%	56.1%	56.1%	56.1%
锌精矿	收入	164.5	166.2	166.2	166.2
	增速	-7.2%	1.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	57.8%	57.8%	57.8%	57.8%
其他	收入	2842.5	3500.0	3500.0	3500.0
	增速	21.0%	23.1%	0.0%	0.0%
	毛利率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
合计	收入	5149.0	6704.8	7164.8	7514.8
	增速	6.7%	30.2%	6.9%	4.9%
	毛利率	30.2%	32.4%	34.8%	36.4%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 67 亿元、71.6 亿元和 75.1 亿元；EPS 分别为 0.60 元、0.72 元和 0.80 元，对应 P/E 为 27X、23X、20X。按行业可比公司 2020 年 PE 均值 39X 对应的目标价为 23.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值比较

公司名称	股价	EPS（元）				PE（倍）			
	（元）	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中金黄金	10.90	0.05	0.24	0.28	0.34	163.71	43.65	37.47	31.67
恒邦股份	15.94	0.34	0.53	0.67	0.85	41.83	28.87	22.77	17.98
兴业矿业	7.78	0.06	0.14	0.55	0.71	89.33	56.47	14.16	11.01
盛达资源	18.96	0.65	0.74	0.98	1.16	23.06	25.77	19.38	16.28
银泰黄金	16.16	0.44	0.60	0.72	0.80	37	27	23	20
平均值							38.69		

数据来源：Wind，西南证券整理。注：公司以外的 EPS 为万得一致预测值；股价为 2020.8.31 日收盘价。

3 风险提示

原材料价格波动、产量不及预期、国际政治经济形势变化造成黄金价格波动等风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5148.95	6704.80	7164.80	7514.80
营业成本	3594.02	4533.70	4671.70	4776.70
营业税金及附加	101.10	146.09	148.40	159.70
销售费用	2.51	3.39	3.56	3.77
管理费用	255.53	241.37	257.93	270.53
财务费用	28.50	43.85	33.72	27.07
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	27.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-3.02	-0.46	-1.74	-1.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1192.13	1735.92	2047.75	2275.93
其他非经营损益	-14.96	-12.98	-13.67	-11.51
利润总额	1177.17	1722.94	2034.07	2264.42
所得税	221.72	379.05	447.50	498.17
净利润	955.45	1343.89	1586.58	1766.25
少数股东损益	91.29	148.30	167.25	189.09
归属母公司股东净利润	864.17	1195.59	1419.33	1577.15

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	955.45	1343.89	1586.58	1766.25
折旧与摊销	536.06	885.55	885.55	885.55
财务费用	28.50	43.85	33.72	27.07
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	420.91	-104.75	4.14	-5.24
其他	-794.71	0.18	2.32	0.86
经营活动现金流净额	1146.21	2168.72	2512.31	2674.48
资本支出	-4035.32	0.00	0.00	0.00
其他	2969.08	-0.46	-1.74	-1.10
投资活动现金流净额	-1066.25	-0.46	-1.74	-1.10
短期借款	271.01	-296.01	0.00	0.00
长期借款	0.43	0.00	0.00	0.00
股权融资	49.82	0.00	0.00	0.00
支付股利	-391.59	-172.83	-239.12	-283.87
其他	161.27	-54.17	-33.72	-27.07
筹资活动现金流净额	90.95	-523.01	-272.84	-310.93
现金流量净额	171.41	1645.24	2237.73	2362.44

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	311.06	1956.30	4194.03	6556.47
应收和预付款项	77.40	89.87	96.69	101.28
存货	1064.92	1344.07	1384.44	1415.85
其他流动资产	707.65	592.43	598.69	603.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2997.19	2778.79	2560.39	2341.98
无形资产和开发支出	5912.75	5248.63	4584.51	3920.40
其他非流动资产	814.83	811.80	808.78	805.75
资产总计	11885.79	12821.90	14227.54	15745.19
短期借款	296.01	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	606.40	636.16	688.23	718.86
长期借款	234.93	234.93	234.93	234.93
其他负债	637.22	670.35	676.46	681.11
负债合计	1774.56	1541.44	1599.62	1634.90
股本	1983.37	1983.37	1983.37	1983.37
资本公积	5225.13	5225.13	5225.13	5225.13
留存收益	1837.31	2860.07	4040.28	5333.57
归属母公司股东权益	9047.65	10068.58	11248.79	12542.07
少数股东权益	1063.58	1211.88	1379.13	1568.22
股东权益合计	10111.23	11280.45	12627.91	14110.29
负债和股东权益合计	11885.79	12821.90	14227.54	15745.19

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	6.69%	30.22%	6.86%	4.88%
营业利润增长率	20.66%	45.62%	17.96%	11.14%
净利润增长率	24.02%	40.66%	18.06%	11.32%
EBITDA 增长率	11.80%	51.72%	11.32%	7.47%
获利能力				
毛利率	30.20%	32.38%	34.80%	36.44%
三费率	5.57%	4.30%	4.12%	4.01%
净利率	18.56%	20.04%	22.14%	23.50%
ROE	9.45%	11.91%	12.56%	12.52%
ROA	8.04%	10.48%	11.15%	11.22%
ROIC	10.26%	15.00%	19.04%	23.38%
EBITDA/销售收入	34.12%	39.75%	41.41%	42.43%
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.54	0.53	0.50
固定资产周转率	2.14	2.77	3.26	3.79
应收账款周转率	145.64	166.96	162.92	154.20
存货周转率	4.15	3.76	3.42	3.41
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.04%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	14.93%	12.02%	11.24%	10.38%
带息债务/总负债	29.92%	15.24%	14.69%	14.37%
流动比率	2.02	4.76	7.01	9.33
速动比率	1.02	3.15	5.46	7.80
股利支付率	45.31%	14.46%	16.85%	18.00%
每股指标				
每股收益	0.44	0.60	0.72	0.80
每股净资产	5.10	5.69	6.37	7.11
每股经营现金	0.58	1.09	1.27	1.35
每股股利	0.20	0.09	0.12	0.14

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1756.69	2665.32	2967.01	3188.54
PE	37.09	26.81	22.58	20.32
PB	3.17	2.84	2.54	2.27
PS	6.22	4.78	4.47	4.27
EV/EBITDA	17.64	10.90	9.03	7.67
股息率	1.22%	0.54%	0.75%	0.89%

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn