

# 银泰黄金 (000975.SZ)

## 收购之路破冰前行

### 核心观点:

- **10.37 亿元收购华盛金矿 60% 股权，收购之路破冰前行。**据公告，公司收购张辉持有的华盛金矿（核心资产为芒市金矿）60% 股权，交易作价 10.37 亿元，双方于 9 月 14 日签署了《股权转让协议》，并办理完毕上述股权转让变更登记手续。我们认为此次收购符合公司发展贵金属矿产的战略，自 18 年完成收购埃尔拉多黄金资产后，公司收购之路实现破冰前行。
- **期待项目改扩建顺利完成，预计年均增加矿产金 3 吨。**据公告，截至 2020 年 12 月 31 日，芒市金矿保有符合 JORC 规范的金矿总资源量 2322.50 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04 克/吨，其中：控制的矿产资源量（indicated）1627.50 万吨，金金属量 50.62 吨，平均品位 3.11 克/吨；推断的矿产资源量（inferred）695.00 万吨，金金属量 20.05 吨，平均品位 2.89 克/吨。芒市金矿已取得采矿许可证，目前生产规模 10.00 万吨/年（16 年以来处于停产状态），正在申请变更为 120 万吨/年。按照变更后的采选规模测算，改扩建投产后，矿山生命周期中将实现矿产金产量约 3 吨/年。
- **盈利预测与投资建议：给予公司“买入”评级。**预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.56/0.59/0.60 元/股，对应最新收盘价的 PE 分别为 18/17/17 倍。我们认为金价短期震荡不改中长期上行趋势，考虑到公司强劲的现金流和健康的资产负债表带来的发展动力，参考可比公司 21 年的 PE 估值均值，我们认为给予公司 21 年 25 倍的 PE 估值较为合理，对应公司合理价值 14 元/股，给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**矿权的采选规模变更更具有不确定性；露天转地下可能带来成本增加；美联储政策的不确定性带来黄金价格的高波动；环保和安监趋严，可能带来成本的增加。

### 盈利预测:

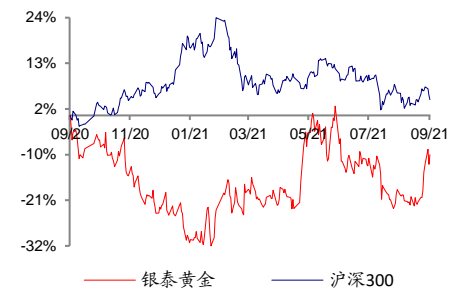
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,149	7,906	8,353	8,553	8,610
增长率 (%)	6.7	53.5	5.7	2.4	0.7
EBITDA (百万元)	1,732	2,375	2,789	2,904	2,945
归母净利润 (百万元)	864	1,242	1,549	1,638	1,670
增长率 (%)	30.4	43.8	24.7	5.8	1.9
EPS (元/股)	0.44	0.45	0.56	0.59	0.60
市盈率 (P/E)	31.24	19.24	17.96	16.98	16.66
ROE (%)	9.6	12.6	14.4	14.0	13.2
EV/EBITDA	15.72	10.04	9.96	9.54	9.38

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	10.02 元
合理价值	14 元
前次评级	买入
报告日期	2021-09-15

### 相对市场表现



### 分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoqian@gf.com.cn

### 分析师:

官帅



SAC 执证号: S0260518070003

SFC CE No. BOB672



010-59136660



gongshuai@gf.com.cn

### 分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001

021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意，李超并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

银泰黄金 (000975.SZ) :H1	2021-08-27
业绩符合预期	
银泰黄金 (000975.SZ) :Q1	2021-04-28
业绩符合预期	
银泰黄金 (000975.SZ) :20	2021-03-29
年归母净利润同增 43.77%，符合预期	

请务必阅读末页的免责声明

图 1: 近三年银泰黄金PE估值走势 (倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 21年以前的PE均按照当年的盈利数据测算, 21年PE按照当年盈利预测值测算。

表 1: 银泰黄金可比公司估值情况

公司	公司代码	业务类型	市值	归母净利润 (亿元)			PE 估值水平		
			(亿元)	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
赤峰黄金	600988.SH	金矿采选冶	285	7.84	13.93	23.29	38.01	17.50	10.47
山东黄金	600547.SH	金矿采选冶	876	22.57	18.20	25.46	45.14	43.57	31.15
湖南黄金	002155.SZ	金矿采选冶	185	2.25	4.56	6.30	45.41	35.80	25.93
均值	-	-	449	10.89	12.23	18.35	42.85	32.29	22.52

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 上述预测值均来自 Wind 一致预期 (市值统计截止 2021 年 9 月 15 日收盘)。

## 风险提示

1. 矿权的采选规模变更具有不确定性; 2. 露天转地下可能带来成本增加; 3. 美联储政策的不确定性带来黄金价格的高波动; 4. 环保和安监趋严, 可能带来成本的增加。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2,161</b>	<b>3,934</b>	<b>4,925</b>	<b>5,989</b>	<b>7,074</b>
货币资金	311	483	473	522	604
应收及预付	64	75	78	79	80
存货	1,065	1,027	1,024	1,037	1,039
其他流动资产	721	2,349	3,350	4,351	5,351
<b>非流动资产</b>	<b>9,725</b>	<b>8,973</b>	<b>9,037</b>	<b>9,101</b>	<b>9,165</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,527	2,783	3,039	3,296	3,552
在建工程	472	200	150	100	50
无形资产	5,460	5,318	5,177	5,035	4,893
其他长期资产	1,265	671	671	671	671
<b>资产总计</b>	<b>11,886</b>	<b>12,907</b>	<b>13,962</b>	<b>15,090</b>	<b>16,239</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,070</b>	<b>1,171</b>	<b>1,177</b>	<b>1,191</b>	<b>1,194</b>
短期借款	296	179	179	179	179
应付及预收	491	580	578	586	587
其他流动负债	283	412	419	426	428
<b>非流动负债</b>	<b>705</b>	<b>670</b>	<b>670</b>	<b>670</b>	<b>670</b>
长期借款	235	235	235	235	235
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	470	435	435	435	435
<b>负债合计</b>	<b>1,775</b>	<b>1,840</b>	<b>1,846</b>	<b>1,861</b>	<b>1,864</b>
股本	1,983	2,777	2,777	2,777	2,777
资本公积	5,225	4,431	4,431	4,431	4,431
留存收益	1,837	2,683	3,558	4,496	5,466
归属母公司股东权益	9,048	9,890	10,765	11,703	12,673
少数股东权益	1,064	1,176	1,351	1,526	1,702
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,886</b>	<b>12,907</b>	<b>13,962</b>	<b>15,090</b>	<b>16,239</b>

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5,149</b>	<b>7,906</b>	<b>8,353</b>	<b>8,553</b>	<b>8,610</b>
营业成本	3,594	5,747	5,730	5,803	5,817
营业税金及附加	101	190	209	214	215
销售费用	3	4	4	4	4
管理费用	256	257	267	274	276
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	29	44	13	13	13
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	-9	0	0	0
投资净收益	27	89	94	96	97
<b>营业利润</b>	<b>1,192</b>	<b>1,748</b>	<b>2,228</b>	<b>2,346</b>	<b>2,387</b>
营业外收支	-15	13	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>1,177</b>	<b>1,761</b>	<b>2,238</b>	<b>2,356</b>	<b>2,397</b>
所得税	222	395	515	542	551
<b>净利润</b>	<b>955</b>	<b>1,366</b>	<b>1,723</b>	<b>1,814</b>	<b>1,846</b>
少数股东损益	91	124	174	176	176
<b>归属母公司净利润</b>	<b>864</b>	<b>1,242</b>	<b>1,549</b>	<b>1,638</b>	<b>1,670</b>
EBITDA	1,732	2,375	2,789	2,904	2,945
EPS (元)	0.44	0.45	0.56	0.59	0.60

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,146</b>	<b>2,427</b>	<b>2,294</b>	<b>2,376</b>	<b>2,409</b>
净利润	955	1,366	1,723	1,814	1,846
折旧摊销	536	667	647	647	647
营运资金变动	-325	437	5	-1	0
其它	-20	-43	-81	-83	-84
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,066</b>	<b>-1,534</b>	<b>-1,609</b>	<b>-1,607</b>	<b>-1,606</b>
资本支出	-637	-604	-703	-703	-703
投资变动	-459	-1,019	-1,000	-1,000	-1,000
其他	29	88	94	96	97
<b>筹资活动现金流</b>	<b>91</b>	<b>-734</b>	<b>-695</b>	<b>-721</b>	<b>-721</b>
银行借款	296	229	0	0	0
股权融资	0	8	0	0	0
其他	-205	-971	-695	-721	-721
<b>现金净增加额</b>	<b>171</b>	<b>154</b>	<b>-10</b>	<b>49</b>	<b>82</b>
期初现金余额	120	291	483	473	522
期末现金余额	291	445	473	522	604

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	6.7%	53.5%	5.7%	2.4%	0.7%
营业利润增长	20.7%	46.6%	27.5%	5.3%	1.8%
归母净利润增长	30.4%	43.8%	24.7%	5.8%	1.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.2%	27.3%	31.4%	32.1%	32.4%
净利率	18.6%	17.3%	20.6%	21.2%	21.4%
ROE	9.6%	12.6%	14.4%	14.0%	13.2%
ROIC	9.1%	11.5%	13.2%	12.7%	12.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.9%	14.3%	13.2%	12.3%	11.5%
净负债比率	17.6%	16.6%	15.2%	14.1%	13.0%
流动比率	2.02	3.36	4.19	5.03	5.92
速动比率	1.00	2.46	3.29	4.14	5.03
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.43	0.61	0.60	0.57	0.53
应收账款周转率	128.58	163.78	163.78	163.78	163.78
存货周转率	4.84	7.70	8.16	8.25	8.28
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.44	0.45	0.56	0.59	0.60
每股经营现金流	0.58	0.87	0.83	0.86	0.87
每股净资产	4.56	3.56	3.88	4.21	4.56
<b>估值比率</b>					
P/E	31.24	19.24	17.96	16.98	16.66
P/B	2.98	2.42	2.58	2.38	2.20
EV/EBITDA	15.72	10.04	9.96	9.54	9.38

## 广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。

李超：高级分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士，5年有色金属行业研究经验，2020年加入广发证券发展研究中心。

陈先龙：研究助理，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。