

推荐（首次）

银泰黄金（000975）

风险评级：中风险

合质金产能扩张，业绩有望受益于黄金量价齐升

2020年5月11日

许建锋

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

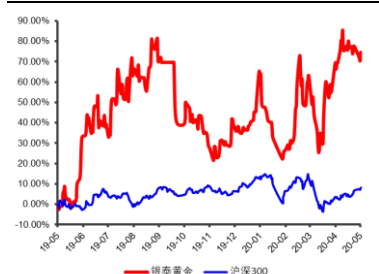
电话：0769-22110925

邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

细分行业评级

黄金	推荐
工业金属	未评级
稀有金属	未评级
新材料	未评级

行业指数走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

相关报告

《黄金专题报告一：黄金价格的内在驱动逻辑及未来走势预判》

2020/2/18；

《黄金专题报告二：山东黄金（600547）资源禀赋优异 增储优势突出》2020/3/17；

《黄金动态点评：强通缩预期暂时消除，美元流动性紧张缓解》2020/4/14

- **旗下金矿品位较高。**黑河银泰是国内入选品位最高的金矿之一，2019年金矿品位达15.27g/t，远高于国内其他主要黄金上市公司金矿；公司另外两家下属金矿，吉林板庙子是国家级绿色矿山，青海大柴旦是省级绿色矿山，于2019年4月恢复生产，其金矿品位分别为2.8g/t、3.94 g/t。
- **积极探矿增储。**公司拥有4个金矿采矿权、6个金矿探矿权、2个银铅锌矿采矿权、4个银铅锌矿探矿权，探矿权的勘探范围达217.11平方公里，勘探前景广阔。公司2019年度投入勘探资金12,445.09万元，其中资本化勘探投资12,212.06万元，费用化勘探投入233.03万元。
- **技改支持产能扩张。**公司矿产金产量在中国黄金上市企业中排名第五。为保障产能扩张，除实施积极勘探外，还通过技术改造，提升矿石处理量。2019年，黑河银泰下的东安金矿选矿厂改造施工接近完工，新建尾矿库一、二期工程完工已投入使用。采选系统扩建验收后，选矿处理能力将达到1200吨/日，较当前日处理量增加约47.8%。青海大柴旦于2019年4月26日复工生产，2020年可实现全年生产。
- **单位成本低于同业。**2018、2019年，公司整体矿产金单位成本分别为101.87元/克、96.64元/克，低于山东黄金（山东黄金2018年矿产金单位成本为154元），主要受益于旗下金矿品位较高。
- **资产负债率同行最低。**2019年，公司财务费用支出2850万元，同比-30.28%，主要是借款余额减少所致。此外，公司资产负债率同行中最低，2020年Q1末仅有16.14%，具有较强的融资能力，有助往后收购优质资产。
- **投资建议。给予公司推荐评级。增产可期，有望受益于合质金量价齐升：**随着旗下子公司产能恢复及技改增产，公司合质金产能有望逐步放量，且预期2020-2021年黄金价格持续上升，业绩将受益于合质金的量价齐升。长期看，公司收购鼎盛鑫后，将提高铅锌产量。**加杠杆收购潜力大：**此外，公司资产负债率远低于同行，流动比率高于行业平均，具有较强融资能力，加杠杆收购潜力大，便于收购优质资产。**估值低于行业平均：**在不考虑收购鼎盛鑫的情形下，预计公司2020年和2021年公司营业收入分别为70.94亿元、79.41亿元，归母净利润分别为10.54亿元、16.06亿元，EPS分别为0.53元、0.81元，5月8日收盘价对应PE分别为30.49倍、19.95倍，低于行业平均，
- **风险提示。**黄金价格大幅下跌，旗下矿上产能恢复不及预期，矿山品位下滑，行业政策风险。公司主营业务可能存在金属价格波动、安全和环保及资源管理等风险。

目录

1. 切入黄金赛道正当时	3
2. 积极探矿增储，技改扩产	7
3. 以矿产金为核心业务，受益黄金价格上升	15
4. 盈利预测及估值	20
5. 投资建议	23
6. 风险提示	23

插图目录

图 1：银泰黄金主营业务变更	3
图 2：玉龙矿业生产工艺	6
图 3：青海大柴旦的生产工艺	6
图 4：吉林板庙子生产工艺	6
图 5：黑河银泰生产工艺	6
图 6：黄金上市企业主要金矿品位（g/t）	8
图 7：主要上市黄金企业矿产金产量（吨）	15
图 8：银泰黄金业务转型后营业收入（亿元，%）	16
图 9：银泰黄金业务转型后毛利润（亿元，%）	16
图 10：银泰黄金业务转型后 EBITDA（亿元，%）	16
图 11：银泰黄金业务转型后净利润（亿元，%）	16
图 12：银泰黄金采选业务营收与金属贸易相近（%）	17
图 13：银泰黄金营收中合质金占比较大（%）	17
图 14：银泰黄金矿采选业务贡献几乎全部毛利润（%）	17
图 15：银泰黄金毛利润主要来自合质金（%）	17
图 16：黄金价格、银泰黄金归母净利润（元/克、万元）	17

表格目录

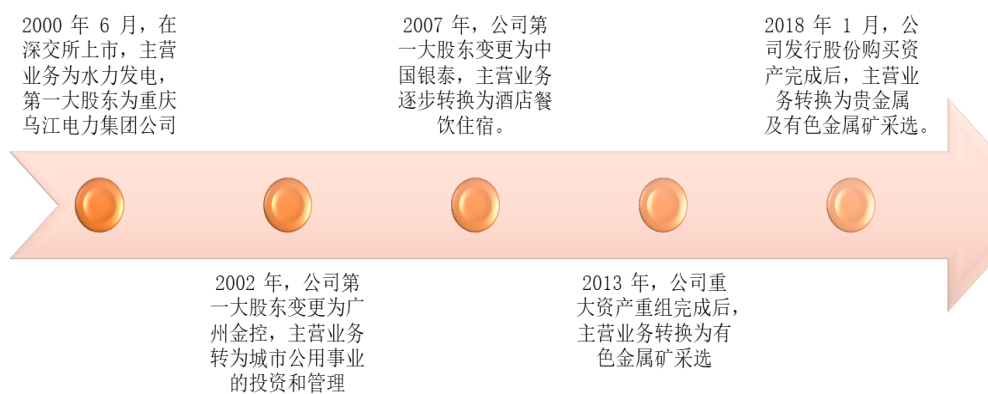
表 1：银泰黄金旗下子公司主营业务	4
表 2：银泰黄金产品工业用途	4
表 3：银泰黄金产品毛利率	4
表 4：截止 2019 年末，银泰黄金探矿权内保有储量（吨）	7
表 5：2019 年银泰黄金勘探投入（万元）	9
表 6：2019 年银泰黄金采矿权+探矿权保有资源量（吨，g/t）	10
表 7：2019 年银泰黄金增储措施及成果（吨，t/g）	11
表 8：银泰黄金技改扩产措施	15
表 9：银泰黄金合质金生产成本低（吨，元，元/克，元/吨）	18
表 10：银泰黄金子公司入选矿石品位（g/t）	19
表 11：资产负债率低于同行	19
表 12：盈利预测假设	20
表 13：银泰黄金业绩弹性分析	21
表 14：银泰黄金财务和估值数据摘要（百万）	22
表 15：银泰黄金利润表预测（百万）	22
表 16：主要黄金上市企业 P/E	22

1. 切入黄金赛道正当时

1.1 切入黄金、有色赛道

公司于 2000 年 6 月在深交所上市，其时主营业务为水利发电，第一大股东为重庆乌江电力集团公司。随后，2000 年-2018 年期间，公司控股股东多次变换，主营业务亦随之变动。2013 年公司完成重大资产重组，主营业务正式切换至有色金属（银、铅、锌）矿采选，2018 年，公司发行股份购买资产完成后，主营业务由有色金属矿采选转换为贵金属（黄金、银）及有色金属（银、铅、锌）矿采选。

图 1：银泰黄金主营业务变更



数据来源：公司年报，东莞证券研究所

1.2 卡位产业链高毛利率环节

当前，公司主营业务为贵金属及有色金属矿采选及金属贸易，通过按计划流水线组织生产；旗下拥有 4 个矿山子公司，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦，均为在产矿山；拥有 1 家金属贸易子公司银泰盛鸿。公司主要产品为合质金（含银）、铅精粉（含银）和锌精粉（含银），由银泰盛鸿及其子公司统一对外销售，下游客户为冶炼厂。合质金销售价格参照上海黄金交易所价格，其他产品销售价格参考上海有色金属网等公开的报价平台，按国内同行计价惯例结算。公司卡位毛利较高的矿石采选部分，不涉及冶炼业务。

黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦均为大型黄金矿山，其中黑河银泰产出高银合质金，吉林板庙子、青海大柴旦产出低银合质金。合质金主要销售给金精炼冶炼企业，在销售时金银均单独计价，经金精炼冶炼企业分离精炼后产出标准金银锭直接销售或销售给首饰加工企业。黑河银泰是国家级绿色矿山，是国内入选品位最高的金矿之一；吉林板庙子是国家级绿色矿山，是国内生产管理水平较为先进的矿山之一；青海大柴旦是省级绿色矿山，于 2019 年 4 月恢复生产。

玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山，主要产品为铅精粉（含银）和锌精粉（含银），销售给下游冶炼企业。银金属富含在铅精矿中，由冶炼厂在冶炼环节综合回收，而锌精粉伴生小金属品种多，冶炼工艺先进冶炼厂综合回收效益较好，因此公司锌精粉向大型冶

炼厂销售具有优势。玉龙矿业为国家级绿色矿山，是目前国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一，也是已知国内上市公司中毛利率较高的矿山之一。

目前公司已拥有四个主体矿山公司，包含 4 个金矿采矿权、6 个金矿探矿权、2 个银铅锌矿采矿权、4 个银铅锌矿探矿权，未来将加大资源的获取力度，实现稳中有进的发展战略。

表 1：银泰黄金旗下子公司主营业务

主要子公司	主营业务	主要产品
黑河银泰	金矿矿山，矿石采选	高银合质金
吉林板庙子	金矿矿山，矿石采选	低银合质金
青海大柴旦	金矿矿山，矿石采选	低银合质金
玉龙矿业	铅锌银多金属矿矿山，矿石采选	铅精粉（含银）和锌精粉（含银）
银泰盛鸿	以贵金属和有色金属贸易为主业，以金融工具为风控手段的综合型贸易服务商，主要为客户提供购销渠道、风险管理、贸易融资、供应链金融等服务	
		合质金、黄金、白银、锡锭、铜、锌锭、镍、铝、铅锭、钴等有色金属

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

表 2：银泰黄金产品工业用途

金属	用途
金	黄金主要用作首饰、器皿和建筑装饰；用于投资，规避人民币汇率波动的风险；用作国际储备；用于工业与科学技术等。
银	银作为最优的导电材料广泛用于电子电力以及核工业等，此外生活消费装饰、医药等都有使用。银作为贵金属，各国央行都有一定存储。
铅	电解铅的重要用途为各种电池产品（汽车启动电池、电动汽车动力电池、电动车动力电池、其它电池），次要用途为生产各种合金、电力材料等
锌	锌的主要用途为抗氧化材料，用于钢铁构件、板材的镀锌，其次为生产合金（如黄铜）、其它锌基合金以及用作不活泼元素的冶炼还原剂，还有部分锌以氧化锌、锌盐的形式用作化工材料。

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

表 3：银泰黄金产品毛利率

	2015	2016	2017	2018	2019
合质金					
毛利率(%)				58.40	68.29
业务收入比例(%)				27.74	33.61
铅锌精矿含银					
毛利率(%)				71.95	56.19
业务收入比例(%)				8.65	5.27
锌精矿					

毛利率(%)	40.79	26.04	56.20	72.30	57.80
业务收入比例(%)	23.86	17.16	22.20	4.71	3.20
铅精矿(含银)					
毛利率(%)	90.15	88.46	90.19	72.13	55.65
业务收入比例(%)	75.70	82.47	43.92	4.03	1.70
合质金含银					
毛利率(%)				71.29	75.97
业务收入比例(%)				0.75	1.03
钴精矿					
毛利率(%)					1.55
业务收入比例(%)					0.09
白银贸易					
毛利率(%)				0.28	1.54
业务收入比例(%)				19.73	28.93
黄金贸易					
毛利率(%)					0.44
业务收入比例(%)					1.50
锌锭贸易					
毛利率(%)					0.45
业务收入比例(%)				0.92	1.79
铅锭贸易					
毛利率(%)				0.75	0.88
业务收入比例(%)				0.90	0.65
合质金贸易					
毛利率(%)				0.73	
业务收入比例(%)				15.23	
铅精矿贸易					
毛利率(%)				0.16	
业务收入比例(%)				12.03	
锡锭贸易					
毛利率(%)				0.45	0.67
业务收入比例(%)				21.04	17.38
铜贸易					
毛利率(%)				0.24	3.76
业务收入比例(%)				3.80	2.27
镍贸易					
毛利率(%)				1.57	0.01
业务收入比例(%)				4.70	1.63
铝贸易					
毛利率(%)				0.59	3.15
业务收入比例(%)				2.65	0.86

资料来源：wind，东莞证券研究所

1.3 生产工艺成熟

吉林板庙子和青海大柴旦为地下开采矿山，采矿方法为中深孔爆破空场法，空区嗣后充填，黑河银泰 2019 年下半年已由露天转地下开采。玉龙矿业采用地下开采方式，目前主要采矿方法为浅孔留矿法、中深孔爆破空场法、分段空场嗣后充填采矿法等工艺。

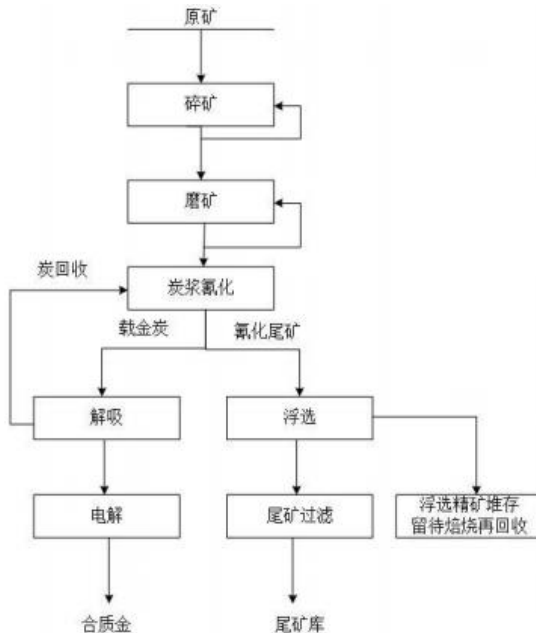
图 2：玉龙矿业生产工艺



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

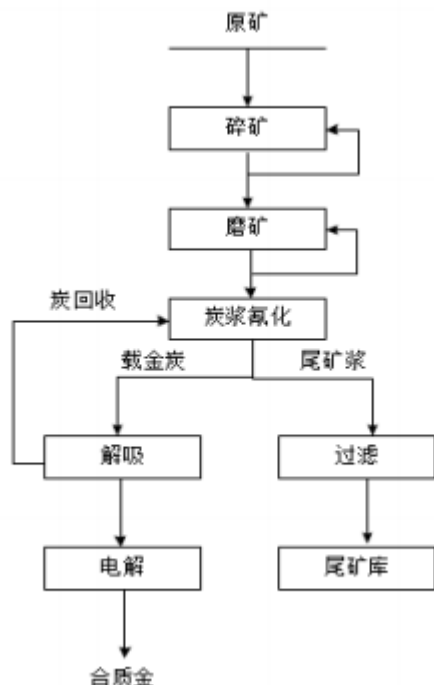
图 4：吉林板庙子生产工艺

图 3：青海大柴旦的生产工艺

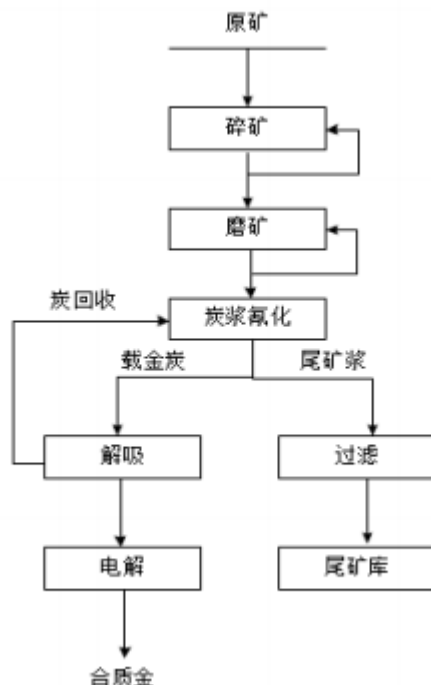


资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 5：黑河银泰生产工艺



资料来源：公司年报，东莞证券研究所



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

2. 积极探矿增储，技改扩产

2.1 金矿品位较高

公司于 2013 年增持内蒙古玉龙矿业股份有限公司至 76.67%，主营业务变更为有色金属采选；2018 年完成资产购买后，主营业务新增贵金属采选，公司拥有 4 个矿山企业，分别为玉龙矿业（铅锌银多金属矿山）、黑河银泰（银伴生黄金矿山，含银量高）、吉林板庙子（银伴生黄金矿山，含银量低）和青海大柴旦（银伴生黄金矿山，含银量低）。截止 2019 年末，公司采矿权内拥有黄金、铅、锌、银保有量（按公司权益比例计算）分别为 71.098 吨、38.18 万吨、53.31 万吨、4,066.942 吨。

表 4：截止 2019 年末，银泰黄金探矿权内保有储量（吨）

矿山	金属	2019 年末， 100%权益保有储量 (吨)	2019 年 末，持股比 例	2019 年末，公 司权益保有储量 (吨)	2019 年末，品位 (吨)
玉龙矿业： 主采区花 敖包特银 铅矿	银	4,642.04	76.67%	3,559.05	根据年末相应金属 价格折算当量品位 300.52g/t（生产勘探增 加量未经评审备案）
	铅	448,800.00	76.67%	344,094.96	根据年末相应金属 价格折算当量品位 300.52g/t（生产勘探增 加量未经评审备案）
	锌	601,200.00	76.67%	460,940.04	根据年末相应金属 价格折算当量品位

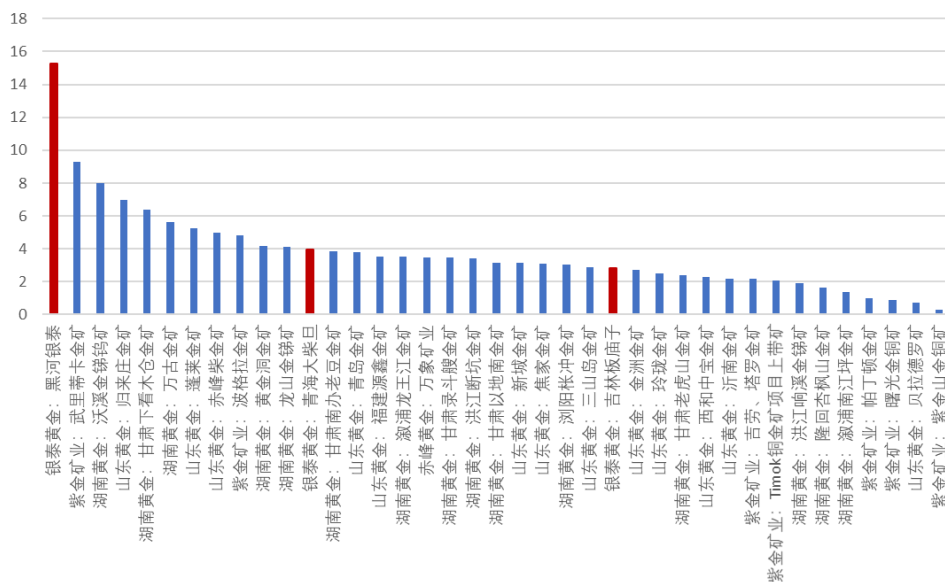
300.52g/t（生产勘探增
加量未经评审备案）

铜、 锡			76.67%	—	花敖包特银铅矿采 矿权深部发现的铜锡矿 正在勘探，目前未进行 资源量估算，未来将在 采矿权深部勘探报告中 详细估算铜锡资源量情 况。
玉龙矿业：	银	480.37	76.67%	368.30	
主采区花 敖包特银 铅矿：花 敖包特山 矿段	铅	49,200.00	76.67%	37,721.64	
	锌	94,100.00	76.67%	72,146.47	
黑河银泰	金	17.45	100%	17.45	15.27g/t
	银	139.59	100%	139.59	112.35g/t
吉林板庙子	金	29.12	95%	27.67	2.8g/t
青海大柴旦	金	28.87	90%	25.98	3.94 g/t

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

公司旗下金矿品位较高，黑河银泰是国内入选品位最高的金矿之一，2019 年金矿品位达 15.27g/t，远高于国内其他主要黄金上市公司金矿；公司另外两家下属金矿，吉林板庙子是国家级绿色矿山，青海大柴旦是省级绿色矿山，于 2019 年 4 月恢复生产，其金矿品位分别为 2.8g/t、3.94 g/t。

图 6：黄金上市企业主要金矿品位（g/t）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

注：银泰黄金、紫金矿业、山东黄金为2019年数据，湖南黄金、赤峰黄金为2018年数据。

2.2 积极探矿增储

公司四家矿山子公司拥有 4 个金矿采矿权、6 个金矿探矿权、2 个银铅锌矿采矿权、4 个银铅锌矿探矿权，探矿权的勘探范围达 217.11 平方公里，勘探前景广阔。公司 2019 年度投入勘探资金 12,445.09 万元，其中资本化勘探投资 12,212.06 万元，费用化勘探投入 233.03 万元。

表 5：2019 年银泰黄金勘探投入（万元）

企业	勘探投入	其中：资本化勘探投入	其中：费用化勘探投入
玉龙矿业	3,651.69	3,580.25	71.44
黑河银泰	81.35	0	81.35
吉林板庙子	381.81	381.81	0
青海大柴旦	8,330.24	8,250	80.24
公司整体	12,445.09	12,212.06	233.03

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

玉龙矿业：玉龙矿业拥有 4 宗银铅锌矿探矿权证，均在现有采矿证周边，探矿权的勘探范围达 41.11 平方公里。玉龙矿业矿区处在大兴安岭有色金属成矿带和华北地区北缘多金属成矿带，该地带蕴藏着丰富的有色金属资源，具备了产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的优势条件，是国内寻找大型、特大型乃至世界级有色金属矿床重点地区，找矿潜力巨大。

2009-2019 年期间，玉龙矿业下属花敖包特银铅矿历年不间断地开展生产勘探活动，采矿权内发现并查明新增矿体 27 条，新增银金属量 362.32 吨，铅金属量 3.25 万吨，锌金属量 5.61 万吨，其中银铅锌矿石量（122b+333）为 105.11 万吨，平均品位：铅 3.09%、锌 5.34%、银 308.37g/t。花敖包特银铅矿采矿权深部发现的铜锡矿正在勘探，目前未进行资源量估算。

2019 年，花敖包特外围 II 区勘探报告已经评审备案，花敖包特南山、1038 高地详查未进行勘探活动。1118 高地在 2018 年勘探成果基础上进行了加密和延展勘探，取得重大成果。

截止 2019 年末，各探矿权合计查明资源量银金属量 2,444.03 吨，铅+锌金属量 59.04 万吨，铜金属量 7.54 万吨，锡金属量 1.96 万吨，伴生金金属量 152 千克。探矿区内的资源量中部分资源量未经评审备案。

截止 2019 年末，玉龙矿业采矿权和探矿权合计保有资源量银金属量 7,566.44 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。

黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦共有 6 宗金矿探矿权证，探矿权的勘探范围达 176 平方公里。

黑河银泰：黑河银泰东安金矿为少有的高品位、浅埋藏低温热液型金矿，外围及深部也有进一步找矿的可能。2019 年，黑河银泰采矿变动增量矿石量 8.87 万吨，金属量 1.504 吨，银金属量 13.64 吨。

截至 2019 年末，保有资源量金金属量 17.449 吨，银金属量 139.59 吨。

吉林板庙子：吉林板庙子自投产以来，持续进行的生产勘探成效显著。金英金矿外围探矿权也有很好的找矿线索，正在积极协调林地等手续，以待开展深入勘查工作。2019年，板庙子金矿生产勘探增加资源量金金属量 1.72 吨；勘探评审备案资源量矿石量 9.05 万吨，金金属量 0.632 吨。

截至 2019 年末，共保有资源量金金属量 29.122 吨。

青海大柴旦：青海大柴旦位于青海省滩间山贵金属有色金属矿重点成矿区，成矿条件优越，在两个采矿权周边有多处物化探异常，找矿潜力巨大。

2019 年，青海大柴旦资本化勘探投资 8,250 万元，费用化勘探投入 80.24 万元，共实施勘探工程金刚石钻进尺 2,069 米，RC 钻进尺 39,397 米，坑道钻进尺 20,193 米。2019 年，细晶沟详查报告和金龙沟金矿详查报告已编制完成，目前正在评审中；青龙沟采矿权储量核实报告目前正在编制中。

截至 2019 年末，青海大柴旦采矿权范围内累计保有资源量金金属量 28.87 吨；探矿权范围内累计查明保有资源量金金属量 23.72 吨。合计保有资源量金金属量 52.59 吨。

发行股份购买资产。公司拟发行股份收购贵州鼎盛鑫 83.75% 的股权，进而间接持有赫章鼎盛鑫矿业发展有限公司的 67% 的权益。赫章鼎盛鑫矿业发展有限公司的主要资产为白果镇铅锌矿的采矿权和猪拱塘铅锌矿的探矿权，目前白果镇铅锌矿处于停产阶段，猪拱塘铅锌矿正在准备申请采矿权。

猪拱塘铅锌矿床达超大型规模，一条主要矿体集中了约 65% 的资源量，便于大规模低成本开采，且铅锌平均品位约 10%，是目前国内稀有的大型优质多金属矿矿山。

表 6：2019 年银泰黄金采矿权+探矿权保有资源量（吨，g/t）

矿山	性质	金属	2019 年末，100%	2019 年末，品位（吨）
			权益保有储量（吨）	
玉龙矿业：主采区花敖包特银铅矿	采矿权	银	4,642.04	根据年末相应金属价格折算当量品位 300.52g/t（生产勘探增加量未经评审备案）
	采矿权	铅	448,800.00	根据年末相应金属价格折算当量品位 300.52g/t（生产勘探增加量未经评审备案）
	采矿权	锌	601,200.00	根据年末相应金属价格折算当量品位 300.52g/t（生产勘探增加量未经评审备案）
	采矿权	铜、锡		花敖包特银铅矿采矿权深部发现的铜锡矿正在勘探，目前未进行资源量估算，未来将在采矿权深部勘探报告中详细估算铜锡资源量情况。
玉龙矿业：主采区花敖包特	采矿权	银	480.37	
	采矿权	铅	49,200.00	

银铅				
矿：花敖包特山矿段	采矿权	锌	94,100.00	
玉龙矿业：花敖包特外围Ⅱ区	探矿权	银	356.56	
	探矿权	铅	2,400.00	
	探矿权	锌	2,400.00	
	探矿权	金	0.15	
玉龙矿业：花敖包特南山	探矿权	银	106.88	
	探矿权	铅	13,800.00	
	探矿权	锌	16,100.00	
玉龙矿业：1038高地	探矿权	银	78.14	
	探矿权	铅	6,900.00	
玉龙矿业：1118高地	探矿权	银	1,902.45	81.21g/t
	探矿权	铅+锌	548,800.00	2.36%
	探矿权	铜	75,400.00	0.32%
	探矿权	锡	19,600.00	0.09%
	采矿权+探矿权	银	7,566.44	
玉龙矿业	采矿权+探矿权	铅+锌	1,783,700.00	
	采矿权+探矿权	铜	75,400.00	
	采矿权+探矿权	锡	19,600.00	
黑河银泰	采矿权	金	17.45	15.27g/t
	采矿权	银	139.59	112.35g/t
吉林板庙子	采矿权	金	29.12	2.8g/t
青海大柴旦	采矿权	金	28.87	3.94 g/t
	探矿权	金	23.72	
	采矿权+探矿权	金	52.59	

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

表 7：2019 年银泰黄金增储措施及成果（吨，t/g）

矿山	期间	勘探措施	成果	新增资源量	品位
玉龙矿业：主采区花敖包	2009-2019	自 2009 年勘探报告评审备案以来，花敖包特银铅矿历年不间断地开展生产勘探活动	发现并查明新增矿体 27 条，新增总矿石量 125.12 万吨，银金属量 362.32 吨，铅金属量 3.25 万吨，锌金属量 5.61 万吨，其中银铅锌矿石量	银	362.32
				铅	32,500.00
				锌	56,100.00
				银	
				铅锌矿 石量	1,051,100.00

特银		(122b+333) 为		
铅矿		105.11 万吨，平均品位：铅 3.09%、锌 5.34%、银 308.37g/t		
玉龙矿业	2009-2019	玉龙矿业拥有四宗探矿权，均在现有采矿证周边。2019 年，花敖包特外围 II 区勘探报告已经评审备案，花敖包特南山、1038 高地详查未进行勘探活动。1118 高地在 2018 年勘探成果基础上进行了加密和延展勘探，取得重大成果。	截至 2019 年末，四宗探矿权保有资源量（333 以上）如下：截至 2019 年末，各探矿权合计查明资源量矿石量 2,644.26 万吨，银金属量 2,444.03 吨，铅+锌金属量 59.04 万吨，铜金属量 7.54 万吨，锡金属量 1.96 万吨，伴生金金属量 152 千克。探矿区内的资源量中部分资源量未经评审备案。	银2,444.03
				铅590,400.00
				+锌
				金0.15
				铜75,400.00
			锡19,600.00	
玉龙矿业：1118 高地	2019	2019 年，玉龙矿业为扩大找矿前景和增加资源储备，在上年度工作的基础上继续对花敖包特矿区及外围探矿区域进行勘查。探矿权勘查上，外围 II 区勘探报告评审备案工作完成。1118 高地勘探取得重大成果，截至 2019 年末，已经完成野外勘查工作，正在进行勘探报告编制送审工作	初步估算推断（333）级别以上矿石资源量 2,342.5 万吨，银金属量 1,902.45 吨、铅+锌金属量 54.88 万吨、铜金属量 7.54 万吨、锡金属量 1.96 万吨，平均品位银 81.21g/t、铅+锌 2.36%、铜 0.32%、锡 0.09%，折合银当量品位 217.19g/t。	银1,902.4581.21g/t
				铅548,800.002.36%
				+锌
				铜75,400.000.32%
				锡19,600.000.09%
黑河银泰	2016-2019	生产勘探增减变动增加矿石量 8.87 万吨，金金属量 1.504 吨，银金属量 13.64 吨。	银13.64	
			金1.50	

吉林板庙子	2019	吉林板庙子 2019 年度勘查 活动主要集中在 板庙子金矿勘探 探矿权和金英金 矿采矿权内，资 本化勘探投资共 计 381.81 万 元，勘探钻孔进 尺 11,730 米。	生产勘探增减变动 增加矿石量 50.94 万 吨，金金属量 1.72 吨	金	1.72
吉林板庙子	2019	吉林板庙子 2019 年度勘查 活动主要集中在 板庙子金矿勘探 探矿权和金英金 矿采矿权内，资 本化勘探投资共 计 381.81 万 元，勘探钻孔进 尺 11,730 米。	板庙子金矿勘探评 审备案资源量矿石量 9.05 万吨，金金属量 0.632 吨。	金	0.63
板庙子金矿勘探探矿权和金英金矿采矿权内	2019	吉林板庙子 2019 年度勘查 活动主要集中在 板庙子金矿勘探 探矿权和金英金 矿采矿权内，资 本化勘探投资共 计 381.81 万 元，勘探钻孔进 尺 11,730 米。	吉林板庙子探矿权 勘探报告完成了评审备 案，正在申请采矿 权。金英金矿采矿权储 量核实报告完成评审备 案和资源储量占用登记 工作。		
青海大柴旦	2019		2019 年，青海大 柴旦采矿方面的重点工 作是青龙滩井下工程开 拓与采矿、青龙沟采矿 权改扩界（将青龙山探 矿权分立后部分赋矿矿 业权区域通过扩大矿区 范围合并至原青龙沟采 矿权），取得青龙沟新 采矿权，并且 323 露天 和青龙滩深部已开始采 矿。		
青海大柴旦	2019	2019 年 度，青海大柴旦 共实施勘探工程	同时继续开展四个 探矿权勘探工作，其中 细晶沟探矿权完成了详		

	金刚石钻进尺 2,069 米, RC 钻进尺 39,397 米, 坑道钻进尺 20,193 米	查报告编制, 正在报审。金龙沟探矿权勘探报告首采地段已完成详查报告编制。青山普查区和青龙山金矿详查探矿权勘探工作稳步推进。
银泰黄金	2019 年 9 月 25 日, 公司拟以发行股份及支付现金的方式购买贵州鼎盛鑫 83.75% 的股权, 交易预估值为 42 亿元左右, 本次交易完成后, 公司将持有贵州鼎盛鑫 83.75% 的股权, 进而间接持有赫章鼎盛鑫矿业发展有限公司银泰黄金股份有限公司 2019 年年度报告摘要 12 的 67% 的权益。	赫章鼎盛鑫矿业发展有限公司的主要资产为白果镇铅锌矿的采矿权和猪拱塘铅锌矿的探矿权, 目前白果镇铅锌矿处于停产阶段, 猪拱塘铅锌矿正在准备申请采矿权。猪拱塘铅锌矿床达超大型规模, 一条主要矿体集中了约 65% 的资源量, 便于大规模低成本开采, 且铅锌平均品位约 10%, 荣获 2018 年度中国地质学会“十大地质找矿成果”, 是目前国内稀有大型优质多金属矿矿山。猪拱塘铅锌矿正常投产后, 会进一步提升公司的盈利能力、扩大公司产业规模、有利于公司的可持续性发展。

资料来源: 公司年报, 东莞证券研究所

2.3 技改支持产能提升

根据中国黄金协会数据, 公司矿产金产量在中国黄金上市企业中排名第五。为保障公司实现产能扩张, 除实施积极勘探外, 通过技术改造, 提升矿石处理量。2019 年, 公司顺利完成了玉龙矿业技改工程, 吉林板庙子矿权延续等重点工作。

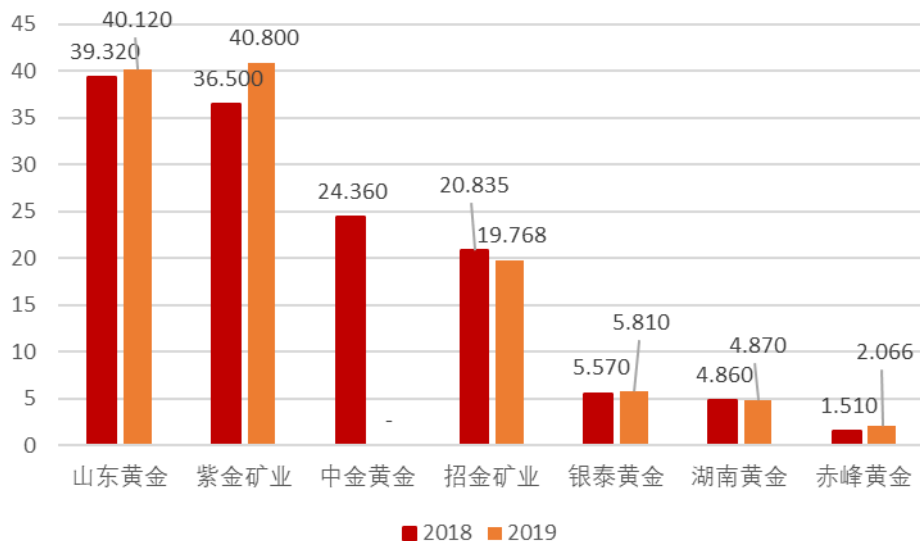
玉龙矿业 2015 年 8 月开始对现有采矿生产系统全面升级改造, 设计新建三条竖井, 改造两条竖井。截至 2019 年末, 全面完成技改工程施工任务。

2019 年, 黑河银泰下的东安金矿露天采矿工作结束, 顺利转入地下开采; 选矿厂改造施工接近完工, 新建尾矿库一、二期工程完工已投入使用。采选系统扩建验收后, 选矿处理能力将达到 1200 吨/日, 较当前日处理量增加约 47.8%。

2019 年吉林板庙子采矿许可证生产规模扩产到了 80 万吨/年, 矿山采选能力进一步提高。尾矿库扩容工程顺利通过安全及环保验收, 取得了安全生产许可证。2019 年, 青海大柴旦继续青龙滩井下工程开拓与采矿工作。

此外，青海大柴旦于 2019 年 4 月 26 日复工生产，2020 年可实现全年生产。

图 7：主要上市黄金企业矿产金产量（吨）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

注：中金黄金未公布2019年年报；银泰黄金数据为下属矿业子公司矿产金的销量。

表 8：银泰黄金技改扩产措施

矿山	期间	扩产措施及成果
玉龙矿业	2015-2019	玉龙矿业 2015 年 8 月开始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。截至 2019 年末，全面完成技改工程施工任务。
黑河银泰	2019	2019 年综合处理矿石 20.3 万吨。2019 年，东安金矿露天采矿工作结束，顺利转入地下开采。其扩大生产能力（1200 吨/日，估算约 30 万吨/年，+47.8%）的资源开发利用方案已经在中国黄金协会审查通过，正在完善扩大生产能力审批工作。选矿厂改造施工接近完工，新建尾矿库一、二期工程完工投入使用。采选系统扩建验收后，选矿处理能力将达到 1200 吨/日。
吉林板庙子	2019	2019 年，吉林板庙子处理矿石 60 万吨，2019 年吉林板庙子采矿许可证生产规模扩产到了 80 万吨/年，矿山采选能力进一步提高。尾矿库扩容工程顺利通过安全及环保验收，取得了安全生产许可证。

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

3. 以矿产金为核心业务，受益黄金价格上升

3.1 2019、2020Q1 业绩受益于合质金量价齐升

2020 年 Q1，公司营业收入 19.4 亿元，同比+71.8%；2019 年，实现营收 51.5 亿元，同比+6.7%。

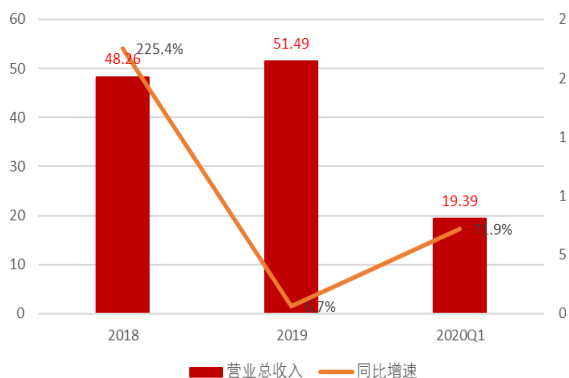
2020 年 Q1，预测公司毛利润为 4.75 亿元，同比+ 41.8%；2019 年，实现毛利润 15.55 亿元，同比+ 8.6%，其中合质金毛利润为 11.82 亿元，同比+51.1%，合质金占毛

利比例为 76%。

2019 年，公司实现 EBITDA 17.38 亿元，同比+ 10.5%。2020 年 Q1 实现归母净利润 2.74 亿元，同比+ 61.2%；2019 年，实现归母净利润 8.64 亿元，同比+ 30.3%。

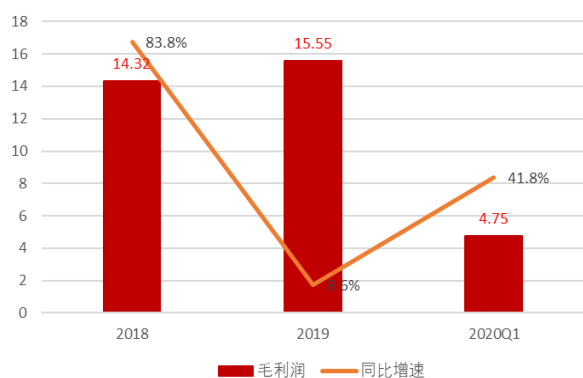
2018 年 1 月，公司发行股票购入金矿资产，含 4 个金矿采矿权、6 个金矿探矿权，致使 2018 年营收、净利润大幅增长。2019 年、2020 年 Q1 受益于合质金量价齐升，公司毛利润、净利润高增。

图 8：银泰黄金业务转型后营业收入（亿元，%）



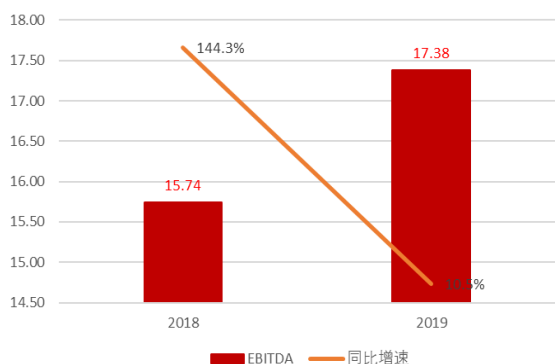
资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 9：银泰黄金业务转型后毛利润（亿元，%）



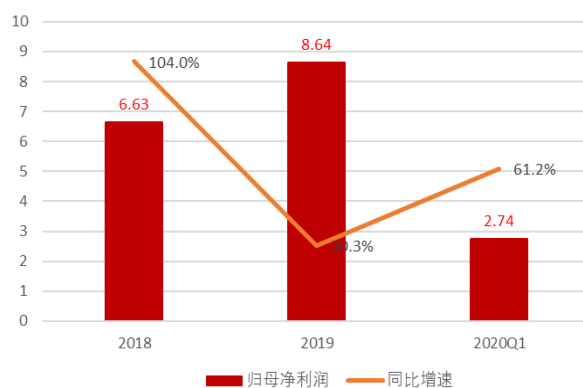
资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 10：银泰黄金业务转型后 EBITDA（亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 11：银泰黄金业务转型后净利润（亿元，%）



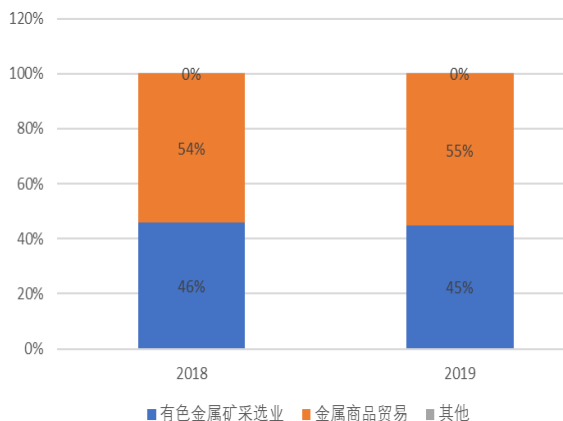
资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 矿产金贡献主要毛利润

公司有色金属矿采选业务营收占比低于金属商品贸易业务，由于采选业务毛利率较高，毛利润主要由采选业务贡献，其中合质金（矿产金）贡献最大。2019 年，随着黄金价格攀升，及疫情冲下，避险资产需求增加，公司合质金价格上涨，出现产销两旺情形，合质金毛利润占比达 75.99%。

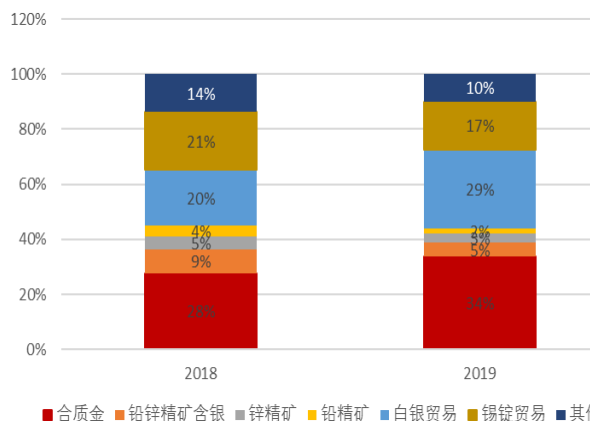
公司下属公司青海大柴旦于 2019 年 4 月 26 日复工生产（2018 年停产），其 2019 年矿产金销量占公司矿产金总销量为 25%。青海大柴旦复产后，公司单季归母净利润受黄金价格影响显著加强。

图 12：银泰黄金采选业务营收与金属贸易相近（%）



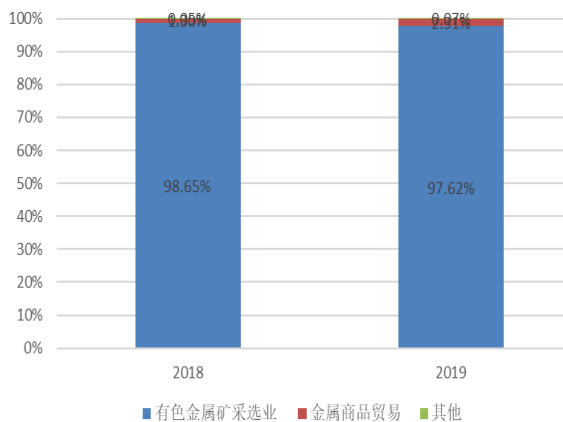
资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 13：银泰黄金营收中合质金占比较大（%）



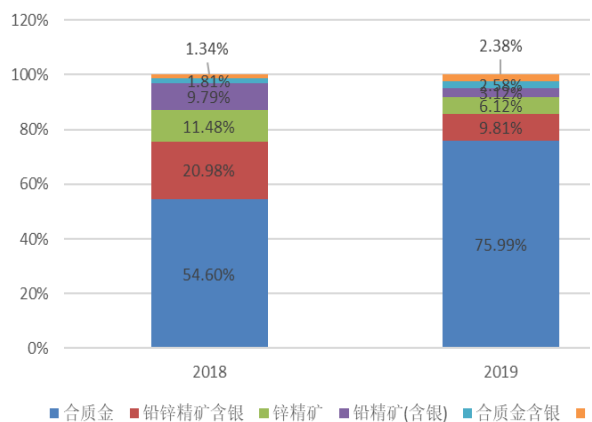
资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 14：银泰黄金矿采选业务贡献几乎全部毛利润（%）



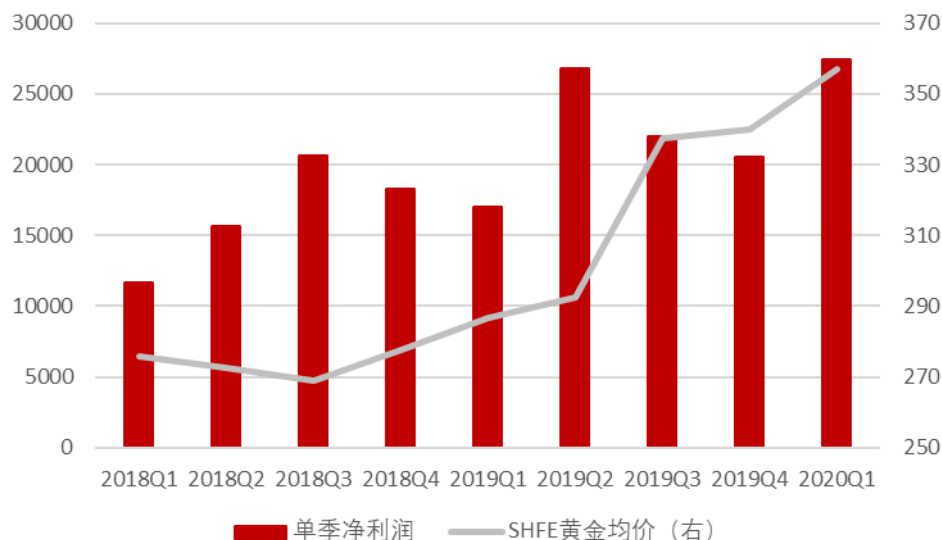
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 15：银泰黄金毛利润主要来自合质金（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 16：黄金价格、银泰黄金归母净利润（元/克、万元）



数据来源：wind，东莞证券研究所

注：SHFE 黄金均价为近 3 个月均值。

3.3 单位成本较低，且现下降势头

2018、2019 年，公司整体矿产金单位成本分别为 101.87 元/克、96.64 元/克，低于山东黄金（山东黄金 2018 年矿产金单位成本为 154 元），主要受益于旗下金矿品位较高。

黑河银泰东安金矿是国内品位最高、最易选冶的金矿之一，且矿石银金属含量较高，2018 年、2019 年平均入选品位分别为金 15.38g/t、15.27g/t，银 94.07g/t、112.35g/t。另外两家金矿子公司品位亦不低，吉林板庙子、青海大柴旦 2019 年黄金矿石平均入选品位分别为 2.8g/t、3.94 g/t。

未来随着黑河银泰东安金矿扩产方案落地，矿石处理能力提升，青海大柴旦全年正常生产，预期公司合质金单位成本仍有一定下降空间。

表 9：银泰黄金合质金生产成本低（吨，元，元/克，元/吨）

销售量（吨）		2018	2019
玉龙矿业	含银铅精矿（银单独计价）		6,949.24
	锌精矿		15,094.87
黑河银泰	黄金	3.31	3.01
	白银	15.37	17.00
吉林板庙子	黄金	2.26	1.35
青海大柴旦	黄金		1.45
	黄金 小计	5.57	5.81
	含银铅精矿 小计	-	6,949.24
	锌精矿 小计	-	15,094.87
	白银 小计	15.37	17.00
营业成本（元）		2018	2019
	合质金	556,980,161.26	548,776,493.61
	合质金含银	10,417,522.18	12,691,843.50

铅锌精矿含银	117,103,231.48	118,896,314.33
锌精矿	62,983,585.25	69,442,365.61
铅精矿	54,175,417.85	38,724,370.88
单位成本（元/克，元/吨）	2018	2019
合质金	101.87	96.64
铅+锌	/	10,300.40

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

注：合质金单位成本=（合质金营业成本+合质金含银营业成本）/黄金销售量，由于不能分离银金属的营业成本，合质金单位成本估算值高于实际；铅+锌单位成本=（铅锌精矿含银营业成本+锌精矿营业成本+铅精矿营业成本）/（含银铅精矿销售量+锌精矿销售量）。

表 10：银泰黄金子公司入选矿石品位（g/t）

		2018	2019
玉龙矿业	含银铅精矿		
	锌精矿		
黑河银泰	黄金	15.38g/t	15.27g/t
	白银	94.07g/t	112.35g/t
吉林板庙子	黄金	3.24g/t	2.8g/t
青海大柴旦	黄金		3.94 g/t

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

3.4 财务费用下降，资产负债率同行最低。

2019 年，公司财务费用支出 2850 万元，同比-30.28%，主要是借款余额减少所致。此外，公司资产负债率同行中最低，2020 年 Q1 末仅有 16.14%，具有较强的融资能力，有助往后收购优质资产。

预计 2020 年 Q1 末，公司货币资金+交易性金融资产共计 17.51 亿元，其中交易性金融资产为银行理财，公司类现金资产充裕。

表 11：资产负债率低于同行

证券简称	资产负债率(%)			流动比率(倍)		
	2020 一季报	2019 年报	2018 年报	2020 一季报	2019 年报	2018 年报
银泰黄金	16.14	14.93	12.07	2.06	2.02	3.22
最高值	88.85	89.43	70.76	2.06	2.18	3.83
最低值	16.14	14.93	12.07	0.43	0.42	0.46
中位值	54.17	54.80	52.83	0.99	1.02	1.02
平均值	53.54	52.72	47.83	1.16	1.21	1.58
山东黄金	55.91	55.70	48.18	0.43	0.42	0.46
紫金矿业	58.06	53.91	58.12	0.79	0.86	0.82

恒邦股份	73.65	71.19	70.76	1.01	0.99	0.94
中金黄金	52.43	50.25	49.21	0.93	1.03	1.04
赤峰黄金	50.86	57.93	63.52	1.83	2.18	2.46
园城黄金	59.66	59.68	67.63	1.61	1.61	1.00
湖南黄金	28.31	25.97	28.49	0.83	0.85	0.95
*ST 荣华	35.52	37.00	17.35	1.42	1.50	3.83
西部黄金	39.91	35.31	37.13	0.98	1.01	1.00
*ST 刚泰	83.18	81.32	56.44	1.12	1.14	1.86
ST 金泰	88.85	89.43	65.12	0.87	0.90	1.40

资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1 价格假设

2019 年子公司吉林板庙子金矿受到采矿证换证影响，导致该公司矿产金产量相比 2018 年有所下滑，预计 2020 年相关因素将消除，吉林板庙子矿产金产量复到 2018 年水平；

2019 年 4 月 26 日，公司下属公司青海大柴旦复工生产，假设产量仅有全年正常产量的 3/4，预计 2020-2021 年子公司青海大柴旦滩间山金矿将恢复全年正常产能。

2019 年，黑河银泰下的东安金矿露天采矿工作结束，顺利转入地下开采；选矿厂改造施工接近完工，新建尾矿库一、二期工程完工已投入使用。采选系统扩建验收后，选矿处理能力将达到 1200 吨/日，较当前日处理量增加约 47.8%。

2019 年子公司玉龙矿业受同地区其它矿山矿难影响，推迟了开工时间，导致公司银铅锌产量同比有所下滑，预计玉龙矿业将于 2020 年一季度复产，公司银铅锌产销量将恢复到 2018 年水平。

表 12：盈利预测假设

单位	销售量	2018	2019	2020E	2021E	2022E
吨	合质金（含银）	17.35	23.25	34.58	34.58	34.58
吨	铅精矿（含银）	13,533.02	6,949.24	13,533.02	13,533.02	13,533.02
吨	锌精矿	15,250.26	15,094.87	15,250.26	15,250.26	15,250.26
单位	售价	2018	2019	2020E	2021E	2022E
元/克	合质金（含银）	79.26	76.70	98.14	110.41	110.41
元/吨	铅精矿（含银）			-	-	-
元/吨	锌精矿			-	-	-

铅精矿（含银） +						
元/吨	锌精矿 + 铅锌精矿	29,158.04	23,737.16	19912.51	23751.74	23751.74
含银						
单位	金属均价	2018	2019	2020E	2021E	2022E
元/克	黄金	271.01	312.60	400.00	450.00	450.00
元/千 克	白银	3,600.41	3,886.59	3,937.22	4,330.94	4,330.94
元/吨	铅	19,060.64	16,585.94	14,280.06	16,585.94	16,585.94
元/吨	锌	23,305.49	20,132.42	16,493.78	20,132.42	20,132.42
子公 司	销售量（吨）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
玉龙 矿业	含银铅精矿（银单 独计价）		6949.24			
	锌精矿		15094.87			
黑河 银泰	黄金	3.31	3.01	4.45	4.45	4.45
	白银	15.37	17	25.13	25.13	25.13
吉 林 板 庙 子	黄金	2.26	1.35	2.26	2.26	2.26
青 海 大 柴 旦	黄金		1.45	1.93	1.93	1.93
	黄金小计	5.57	5.81	8.64	8.64	8.64
单位	单位成本	2018	2019	2020E	2021E	2022E
元/克	合质金（含银）	32.70	24.15	24.15	24.15	24.15
元/吨	铅精矿（含银）					
元/吨	锌精矿					
元/吨	铅锌精矿含银					
铅精矿（含银） +						
元/吨	锌精矿 + 铅锌精矿	8,138.83	10,300.40	9,219.61	9,219.61	9,219.61
含银						

资料来源：东莞证券研究所

表 13：银泰黄金业绩弹性分析

黄金均价变动幅度	上海金均价（元/克）	营业收入（百万）		归母净利润（百万）	
		2020E	2021E	2020E	2021E
-20%	250.08	5,821.94	6,244.32	256.31	536.91
-10%	281.34	6,087.18	6,509.56	422.56	703.62
2019 基准	312.60	6,352.42	6,774.80	588.81	870.32
10%	343.86	6,617.66	7,040.03	755.06	1,037.02
20%	375.12	6,882.89	7,305.27	921.31	1,203.73

资料来源：东莞证券研究所

4.2 盈利预测

表 14：银泰黄金财务和估值数据摘要（百万）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5148.95	7093.98	7940.60	7940.75
增长率(%)	6.69%	37.78%	11.93%	0.00%
归属母公司股东净利润	863.18	1053.62	1606.09	1655.33
增长率(%)	30.23%	22.06%	52.44%	3.07%
每股收益 (EPS)	0.435	0.531	0.810	0.835
每股股利 (DPS)	0.197	0.241	0.367	0.379
每股经营现金流	0.580	1.274	1.605	1.512
销售毛利率	30.20%	29.30%	36.84%	36.84%
销售净利率	18.54%	16.42%	22.37%	23.05%
净资产收益率 (ROE)	9.54%	9.05%	12.83%	12.33%
投入资本回报率 (ROIC)	10.26%	11.71%	13.61%	14.68%
市盈率 (P/E)	37.13	30.49	19.95	19.36
市净率 (P/B)	3.54	2.75	2.56	2.39
股息率 (分红/股价)	0.012	0.015	0.023	0.023

资料来源：东莞证券研究所

表 15：银泰黄金利润表预测（百万）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5148.95	7093.98	7940.60	7940.75
减：营业成本	3594.02	5015.52	5015.10	5015.31
营业税金及附加	101.10	139.30	155.92	155.92
营业费用	2.51	3.46	3.88	3.88
管理费用	255.53	352.06	394.07	394.08
财务费用	28.50	35.53	3.71	-68.96
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	27.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-3.02	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-0.84	0.00	0.00	0.00
营业利润	1190.54	1548.11	2367.92	2440.52
加：其他非经营损益	-14.96	5.28	0.00	0.00
利润总额	1175.59	1553.39	2367.92	2440.52
减：所得税	221.13	388.35	591.98	610.13
净利润	954.46	1165.04	1775.94	1830.39
减：少数股东损益	91.29	111.43	169.85	175.06
归属母公司股东净利润	863.18	1053.62	1606.09	1655.33

资料来源：东莞证券研究所

表 16：主要黄金上市企业 P/E

	TTM	2020/12/31	2021/12/31
银泰黄金	33.11	30.49	19.95

均值	78.17	33.85	25.82
湖南黄金	125.63	40.33	29.65
恒邦股份	46.26	25.90	21.62
中金黄金	91.78	32.49	31.17
山东黄金	76.35	48.11	38.90
赤峰黄金	106.11	34.04	17.39
紫金矿业	22.87	22.25	16.22

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：除银泰黄金外，其他 P/E 为 wind 一致预期。

5. 投资建议

增产可期，有望受益于合质金量价齐升：随着旗下子公司产能恢复及技改增产，公司合质金产能有望逐步放量，且预期 2020-2021 年黄金价格持续上升，业绩将受益于合质金的量价齐升。长期看，公司收购鼎盛鑫后，将提高铅锌精粉产量。

加杠杆收购潜力大：此外，公司资产负债率远低于同行，流动比率高于行业平均，具有较强融资能力，加杠杆收购潜力大，便于收购优质资产。

估值低于行业平均：在不考虑收购鼎盛鑫的情形下，预计公司 2020 年和 2021 年公司营业收入分别为 70.94 亿元、79.41 亿元，归母净利润分别为 10.54 亿元、16.06 亿元，EPS 分别为 0.53 元、0.81 元，5 月 8 日收盘价对应 PE 分别为 30.49 倍、19.95 倍，低于行业平均，给予公司推荐评级。

6. 风险提示

黄金价格大幅下跌，旗下矿上产能恢复不及预期，矿山品位下滑，行业政策风险。公司主营业务可能存在金属价格波动、安全和环保及资源管理等风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn