

2021年03月30日

登云股份 (002715.SZ)

进军黄金采选领域，开辟成长新天地

■登云股份正式将北京黄龙 100% 股权纳入麾下，标志着公司成功进军黄金采选领域，开辟成长新天地。2021年3月29日晚，公司发布公告，北京黄龙金泰矿业已完成工商变更登记手续并取得《营业执照》。结合2021年2月4日及2021年3月3日披露的《关于收购北京黄龙金泰矿业有限公司99%股权暨关联交易的公告》及《2021年第一次临时股东大会的公告》，公司现已持有北京黄龙100%股权。北京黄龙的主要资产为陕西汉阴黄龙金矿有限公司100%股权。汉阴黄龙拥有汉阴县黄龙金矿采矿权、黄龙金矿金沟矿段深部金矿详查探矿权、黄龙金矿外围矿区金矿详查探矿权。

■公司主营汽车发动机排气门系列产品，市场份额和盈利水平较为稳定。公司成立于1971年5月，于2014年2月在深交所上市，主营业务为汽车发动机进排气门系列产品研发、生产和销售。公司气门产品市场份额和盈利水平较为稳定，2018年至2020年公司归母净利润分别为1026.62万、373.04万、1533.93万；毛利率分别为25.89%、24.30%、25.63%；净利率分别为2.9%、1.11%、4.12%。

■公司进军黄金矿采选业务，将在继续巩固和发展原有业务基础上，打开新的成长空间。北京黄龙旗下唯一在产的阴汉黄龙金矿具有以下四个特点。一是属于中型金矿，品位居全国平均水平。截至2020年9月，采矿权范围内保有金金属量4.82吨，平均品位1.69g/t；探矿权范围内探获金金属量2.38吨，平均品位1.74g/t。二是现有采选规模相对较小，但有望扩产至30万吨/年。该矿设计产能为10.5万吨/年，2018年~2019年，汉阴县黄龙金矿采矿权范围内采出矿石量分别为8.16万吨、8.17万吨，黄金产量100.21kg、87.3kg。依据《陕西汉阴黄龙金矿有限公司30万t/a采选扩建项目可行性研究报告》，2021年为预留的审批获得和资质取得的时间，2022年和2023年为基建时间，2024年达到30万吨/年的采矿量。据我们测算，扩产后该矿黄金产量有望增至432kg，相比2019年增390%。三是多项生产指标高于全国平均水平，仍有提升空间。据公司公告，近5年该矿采选回收率为91.6%（低于国内平均94.2%），贫化率为9.93%（国内平均11.4%），选矿回收率为88%（国内平均84%）。未来随着对现有采矿系统进行升级改造扩建，生产效率有望进一步提升。四是生产成本相对较高，在金价上涨进程中，业绩弹性较大。据公司公告，2018~2020年汉阴黄龙净利润分别为-514.43万、111.98万、833.84万，据我们测算2017~2019年公司黄金销售价格分别为274元/g、274元/g、330元/g，完全成本（含三费）分别为238元/g、198元/g和313元/g。2019年完全成本高达313元/g，或与黄金产量较小有关，考虑到公司较高的生产成本，在金价上涨进程中，公司业绩将显示出较大弹性。

■公司控股股东为国内优质黄金矿山海域金矿少数股东，海域金矿投产后控股股东有望获得丰厚的投资收益。公司控股股东益科正润及其关联方直接和间接持有山东瑞银36.14%股权，山东瑞银旗下莱州市瑞海矿业有限公司100%控制国内优质矿山海域金矿。一是海域金矿资源储量巨大。截至2018年12月31日，该矿平均品位4.3克/吨，探明+推断的黄金资源量预计约570吨金属量。二是海域金矿产量较大，成本优势显著，现金流创造能力优秀。据招金矿业公告，该矿设计规模为采选12,000吨/日，项目建成达产后年产黄金15.6吨，矿山总服务年限约22年，预计2022年逐步投产，2024年逐步达产，具备优秀的现金流创造能力。该矿山由招金矿业控制并进行运营管理，益科正润作为财务投资人分享投资收益。

■投资建议：“中性-A”投资评级。据我们测算，如果公司此次成功收购北京黄龙，2021~2023年公司有望分别新增黄金产量144kg、144kg、216kg。中期来看，全球疫苗加速落地叠加美国财政刺激，美国通胀预期快速升温，引致美债收益率快速上行，实际利率出现上行风险，金价预计将受到一定压制。在金价均为360元/克的假

公司快报

证券研究报告

汽车零部件

投资评级 **中性-A**
首次评级

股价 (2021-03-26) **16.31 元**

交易数据

总市值(百万元)	2,250.78
流通市值(百万元)	2,124.08
总股本(百万股)	138.00
流通股本(百万股)	130.23
12个月价格区间	16.31/29.96 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.2	-0.63	-3.05
绝对收益	-6.59	-4.34	33.69

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

王政

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020002
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520080003
wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

设下，我们预计公司 2021~2023 年的归母净利润分别为 2260 万、2500 万、3230 万。考虑到公司将由传统加工行业切入黄金采选的新赛道，虽然初期利润增量较小，但进一步发展的空间可期，公司估值水平有望进一步提升。给予“中性-A”投资评级，建议持续关注。

■风险提示：1) 金价不及预期；2) 公司项目进度不及预期；3) 公司黄金产量低于预期。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	335.7	372.7	436.2	452.8	466.5
净利润	3.7	15.3	22.6	25.0	32.3
每股收益(元)	0.03	0.11	0.16	0.18	0.23
每股净资产(元)	3.57	3.69	3.84	4.02	4.26

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	603.4	146.7	99.6	89.9	69.6
市净率(倍)	4.6	4.4	4.2	4.1	3.8
净利润率	1.1%	4.1%	5.2%	5.5%	6.9%
净资产收益率	0.8%	3.0%	4.3%	4.5%	5.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.1%	5.1%	5.1%	5.4%	7.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、王政、王建润声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034