

# 华钰矿业 (601020.SH)

## 锑价上涨，助地区龙头业绩增加

### 核心观点：

#### ● 环保督查严格执行，供给收缩引发锑价上涨

受环保督察影响,部分规模小、无环保措施的矿山停产,导致锑的产量下降,引发锑价上涨。据 USGS 和中国有色协会数据,我国锑产量占全球超过 75%,而我国的锑供应逐年减少,2015 年我国锑产品产量约 20 万吨,同比下降 23.6%;锑精矿产量约 11 万吨,同比下降 18.1%。随着环保标准和安全标准日益严格,锑矿山企业的开工率持续下降,关停和减产情况逐渐增加,行业供需情况整体改善,促进了锑价格的上涨。

#### ● 公司产业布局完善,多金属矿业业绩稳定

华钰矿业是西藏地区大型铅锌多金属矿业企业,主要从事有色金属采矿、选矿、地质勘查及贸易业务,主要产品包括锌精矿、铅锑精矿(含银)、铜精矿等,多金属矿业绩稳定。产品主营业务收入中,锌精矿占比 30%;铅锑精矿产品收入占比达约 69%,其中锑占比 11%,银占比 31%,铅占比 27%;铜精矿铜占比 1%。2015 年锑金属产量 4524 吨。公司拥有 2 个采矿证和 4 个探矿权证,现拥有铅、锌、铜、锑、白银资源储量分别达 83.04 万吨、126.7 万吨、2.8 万吨、18.73 万吨、2141.37 吨。

#### ● 地区龙头业绩有望持续改善

华钰矿业作为地区产业龙头,成为西藏第二批找矿突破战略行动整装勘查区内已探明资源量和生产能力最大的企业,立足西藏自治区有色金属资源成矿条件及勘探程度低等优势,未来资源勘探前景及采选增长潜力较大,盈利能力明显。目前,受益于锑价上涨,铅锌价格亦处上涨通道,我们预估公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.44 元、0.80 元、1.19 元,PE 为 87.78、48.10、32.32,给予公司“买入”评级。

#### ● 风险提示

金属价格大幅波动,环保执行力度不及预期。

#### 盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	669.32	598.35	729.82	1046.38	1376.07
增长率(%)	33.84%	-10.60%	21.97%	43.37%	31.51%
EBITDA(百万元)	330.39	291.71	364.05	599.20	850.07
净利润(百万元)	204.10	162.53	230.04	419.86	624.82
增长率(%)	61.70%	-20.37%	41.53%	82.52%	48.82%
EPS(元/股)	0.44	0.35	0.44	0.80	1.19
市盈率(P/E)	0.00	0.00	87.78	48.10	32.32
市净率(P/B)	0.00	0.00	13.23	11.15	8.66
EV/EBITDA	1.18	0.47	56.21	33.58	23.03

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

38.74 元

报告日期

2017-03-03

### 相对市场表现



分析师： 巨国贤 S0260512050006

0755-82535901

juguoxian@gf.com.cn

分析师： 赵鑫 S0260515090002

02160759794

gzzhaoxin@gf.com.cn

### 相关研究：

联系人： 姜永刚 010-59136699

louyonggang@gf.com.cn

宫 帅 010-59136627

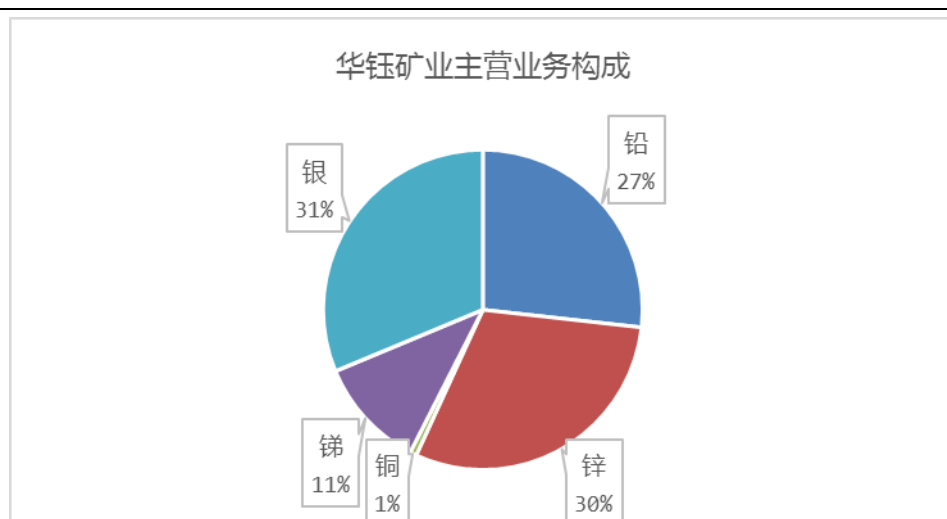
gongshuai@gf.com.cn

附表1：华钰矿业矿权情况（银为吨，其他为万吨）

矿权名称	锌	铅	锑	银	铜
扎西康铅锌多金属矿	63.67	36.21	10.83	1399.17	
拉屋铜锌多金属矿	3.07	0.52		29.85	1.61
桑日则铅锌多金属矿详查	0.79	0.43	0.1	10.17	
拉屋铜铅锌矿详查	5.28	1.93		97.13	1.19
查个勒铅锌矿详查	36.7	23.89			
柯月铅矿详查	17.21	20.06	7.8	605.05	
合计	126.72	83.04	18.73	2141.37	2.8

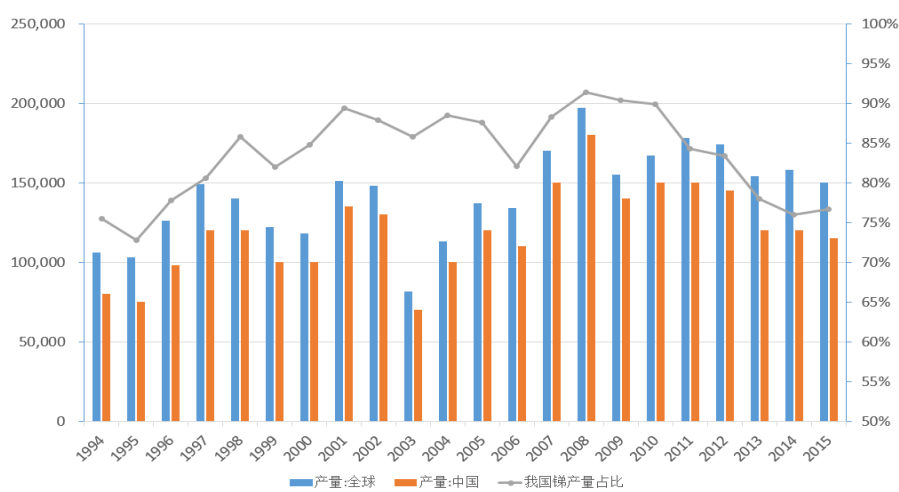
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图1：华钰矿业2015年主营业务构成



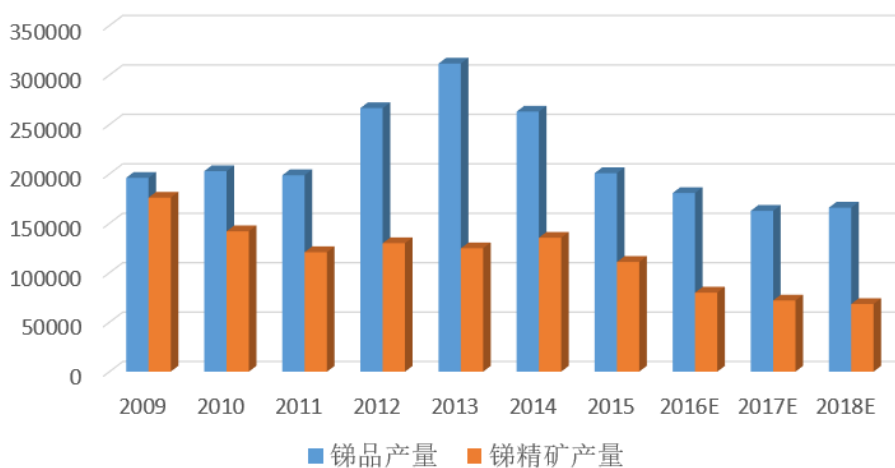
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：全球和我国锑产量变化（吨）



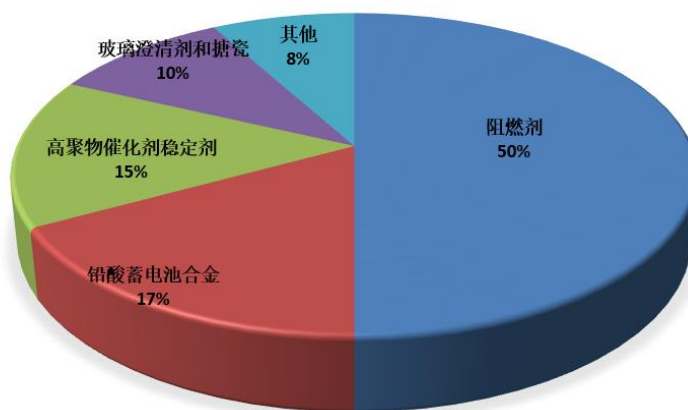
数据来源：USGS，广发证券发展研究中心

图3：我国锑品和锑精矿产量



数据来源：中国有色金属工业协会，广发证券发展研究中心

图4：锡下游需求分布



数据来源：USGS，广发证券发展研究中心

附图5：2012-2017年上期所铜价格变化



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图7：2012-2017年上期所锌价格变化



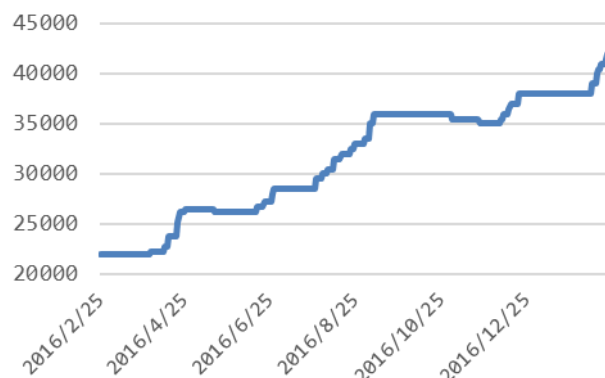
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

附图6：2012-2017年上期所铅价格变化



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图8：2016-2017年锑精矿价格变化



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

	单位：百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	197	387	498	844	1,344
货币资金	27	159	153	493	985
应收及预付	112	141	267	268	271
存货	58	86	68	74	79
其他流动资产	1	1	11	12	13
<b>非流动资产</b>	1,708	1,806	1,872	1,849	1,844
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	733	709	731	654	607
在建工程	143	244	238	246	253
无形资产	799	778	820	855	895
其他长期资产	33	74	84	94	89
<b>资产总计</b>	1,905	2,192	2,370	2,693	3,188
<b>流动负债</b>	412	517	596	641	622
短期借款	36	22	150	150	94
应付及预收	286	393	345	390	427
其他流动负债	90	101	100	95	87
<b>非流动负债</b>	297	175	172	172	172
长期借款	293	172	172	172	172
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	3	0	0	0
<b>负债合计</b>	708	692	768	813	794
股本	468	468	526	526	526
资本公积	10	10	10	10	10
留存收益	467	384	777	1,070	1,483
归属母公司股东权	1,156	1,421	1,525	1,810	2,331
少数股东权益	40	79	76	71	62
<b>负债和股东权益</b>	1,905	2,192	2,370	2,693	3,188

	单位：百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	669	598	730	1046	1376
营业成本	290	256	293	308	323
营业税金及附加	22	26	29	43	56
销售费用	3	3	4	6	7
管理费用	95	106	120	176	230
财务费用	34	30	31	34	37
资产减值损失	11	6	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	214	171	250	476	718
营业外收入	38	27	31	29	30
营业外支出	5	7	6	7	7
<b>利润总额</b>	246	191	274	499	742
所得税	43	32	46	84	126
<b>净利润</b>	203	159	227	414	616
少数股东损益	-1	-3	-3	-5	-9
<b>归属母公司净利润</b>	204	163	230	420	625
EBITDA	330	292	364	599	850
EPS (元)	0.44	0.35	0.44	0.80	1.19

	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	344	256	111	519	716
净利润	203	159	227	414	616
折旧摊销	71	84	80	86	91
营运资金变动	26	-23	-176	38	29
其它	44	35	-21	-19	-19
<b>投资活动现金流</b>	-317	-208	-191	-101	-126
资本支出	-317	-208	-191	-101	-126
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-43	22	-25	-150	-150
银行借款	540	417	-22	-150	-150
债券融资	-522	-360	-3	0	0
股权融资	0	42	0	0	0
其他	-61	-77	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-16	70	-106	268	440
<b>期初现金余额</b>	95	27	159	153	493
<b>期末现金余额</b>	79	97	54	421	933

## 主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	33.8%	-10.6%	22.0%	43.4%	31.5%
营业利润增长	84.5%	-20.1%	45.8%	90.6%	51.0%
归属母公司净利润增长	61.7%	-20.4%	41.5%	82.5%	48.8%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	56.7	57.3	69.1	56.7%	57.3%
净利率	30.4%	26.6%	31.1%	39.6%	44.8%
ROE	17.6%	11.4%	15.1%	23.2%	26.8%
ROIC	13.5%	10.6%	12.6%	23.5%	35.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.2%	31.6%	32.4%	30.2%	24.9%
净负债比率	32.7%	9.1%	16.9%	-3.7%	-25.8%
流动比率	0.48	0.75	0.84	1.32	2.16
速动比率	0.27	0.52	0.66	1.15	1.97
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.36	0.29	0.32	0.41	0.47
应收账款周转率	13.02	7.88	9.75	9.40	9.21
存货周转率	5.48	3.56	4.32	4.17	4.10
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.44	0.35	0.44	0.80	1.19
每股经营现金流	0.74	0.55	0.21	0.99	1.36
每股净资产	2.47	3.04	2.90	3.44	4.43
<b>估值比率</b>					
P/E	0.0	0.0	87.7	48.1	32.3
P/B	0.0	0.0	13.2	11.2	8.7
EV/EBITDA	1.2	0.5	56.2	33.6	23.0

## 广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015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。
- 谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。