

量价齐飞高增长 对银价弹性大

——金贵银业（002716）深度报告

2017年06月23日

强烈推荐/首次

金贵银业 深度报告

报告摘要:

以白银为核心的“全产业链+”发展模式渐入佳境。公司积极延伸产业链，确保核心产业竞争力。近年来，公司积极探索转型升级，发展循环经济，目前，公司已基本形成富含银的铅精矿——铅阳极泥——白银（并综合回收其他有价金属）——白银产品深加工——“互联网+”的产业链体系，打造以白银为核心的“全产业链+”发展模式，致力于成为全球领先的白银产业综合服务商。

量价齐升，业绩快速增长。2016年公司实现营业收入78.52亿元，同比增长35.65%，其中白银系列产品收入占65.83%，实现净利润14,271.81万元，同比增长21.17%；实现扣除非经常性损益后的净利润14,470.13万元，同比增长258.97%。公司利润增长主要来源于全球有色价格回暖，以及募投项目相继投产，公司白银产能产量大幅提升。

借力资本市场，定向增发，未来可期。公司募集资金将投向“2000t/a高纯银清洁提取扩建项目”、“3万t/a二次锑资源综合利用项目”、“国家级企业技术中心建设项目”，这些项目达产后白银产能将大幅提升，综合回收能力将进一步得到增强。

盈利预测及投资评级。我们预测公司2017-2019营收分别为103.7亿、147.4亿、176.3亿，净利润分别为3.91亿、4.93亿、5.39亿，EPS分别为0.70、0.87、0.95，对应的PE分别为26倍、21倍、19倍。首次评级给予公司“强烈推荐”评级。

◆ **风险提示。**原材料供应风险、募投不达预期风险、有色金属价格下降风险。

财务指标预测

指标	15A	16A	17E	18E	19E
营业收入(百万元)	5,788.7	7,852.3	10,369.	14,740.	17,632.
增长率(%)	34.70%	35.65%	32.05%	42.15%	19.62%
净利润(百万元)	117.79	144.51	391.96	493.46	539.14
增长率(%)	0.43%	22.69%	171.23%	25.89%	9.26%
净资产收益率(%)	5.99%	6.88%	16.21%	17.54%	16.62%
每股收益(元)	0.230	0.290	0.694	0.873	0.954
PE	79.04	62.69	26.21	20.82	19.05
PB	4.65	4.36	4.25	3.65	3.17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

林阳

021-65465035

liny.ang@dxzq.net.cn

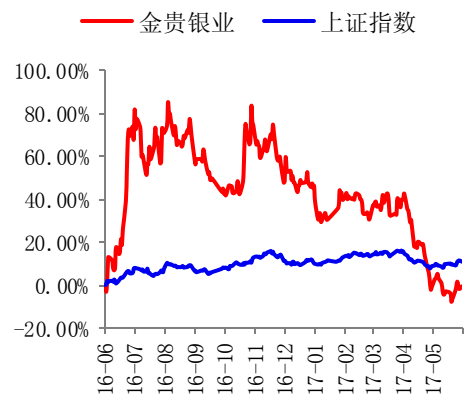
执业证书编号:

S148051012000

交易数据

52周股价区间(元)	14.13-24.35
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	55
总股本/流通A股(万股)	56500/30600
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	9.22

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 金贵银业-全球白银产业综合服务商	4
1.1 产业链完整，综合实力雄厚.....	4
1.2 业绩稳步增长，龙头品质闪耀.....	7
1.3 前期募投项目陆续投产，业绩增厚可期.....	9
2. 借力资本市场，未来值得期待	10
2.1 定增项目基本情况.....	10
2.2 非公开发行如期实施，公司业绩将得到大幅提升.....	10
3. 主业迎黄金发展期，公司有望充分受益行业高景气度	14
3.1 白银蓄力待发，行业空间巨大.....	14
3.2 受益于铅价触底反弹，铅需求强劲，行业将稳定增长.....	19
3.3 黄金市场持续走热，前景乐观.....	21
4. 业绩预测及估值	22
5. 风险提示	23

表格目录

表 1 2015 年金和矿业金属保有资源储量（万吨）	5
表 2 白银和电解铅产销情况	7
表 3 募集资金使用情况	10
表 4 本项目计划重点开展的研究课题	14

插图目录

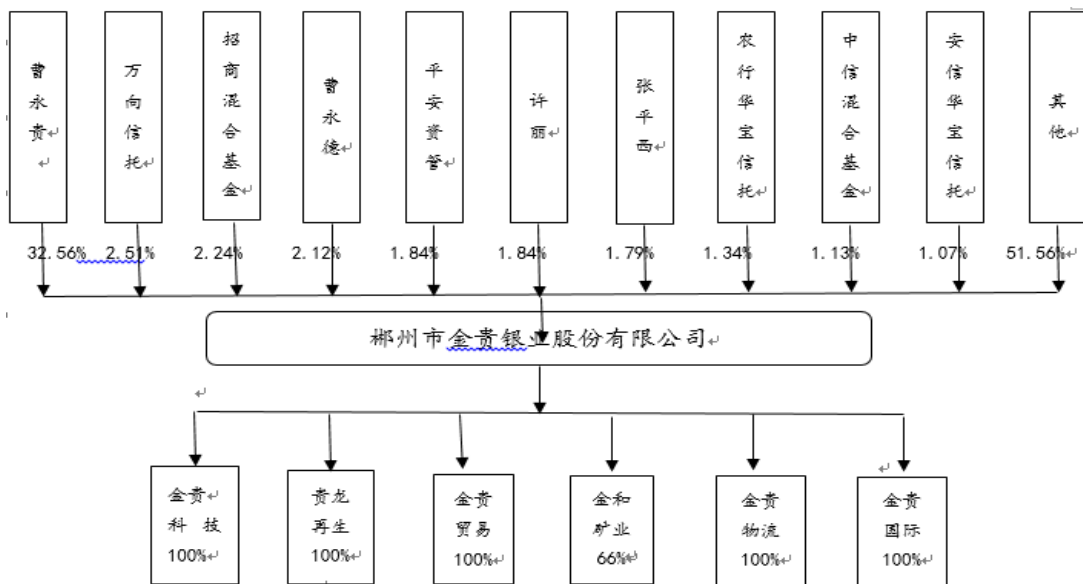
图 1 公司的股权结构	4
图 2 公司主营结构变动情况（亿元）	5
图 3 金和矿业产量情况（万吨）	6
图 4 公司主业增长符合预期	8
图 5 公司净利快速增长	8
图 6 毛利及其构成	9
图 7 全球白银供需失衡（百万盎司）	11
图 8 全球再生银和矿产银供应量情况（百万盎司）	12
图 9 全球矿产锑产量分布情况	13
图 10 中国锑产量（千吨）	13
图 11 2016 年世界白银储量分布情况	15
图 12 全球白银消费结构	15
图 13 全球工业用银需求量整体呈稳定上升趋势（百万盎司）	16
图 14 全球工业用银需求结构（百万盎司）	16
图 15 全球铸币用银需求量处于高位（百万盎司）	17
图 16 中国白银消费结构	17
图 17 中国白银和工业用银需求量稳定增长（百万盎司）	18
图 18 中国工业用银消费结构（百万盎司）	18
图 19 中国新能源汽车产量（万吨）飞速增长	19
图 20 中国铸币用银保持稳定增长	19
图 21 2016 年全球铅储量分布情况	20
图 22 2016 年中国铅储量分布情况	20
图 23 铅价格回暖（美元/吨）	21
图 24 2016 年中国铅市场出现产销失衡	21
图 25 全球黄金储量分布情况	22

1. 金贵银业-全球白银产业综合服务商

公司是中国白银生产龙头企业。公司是一家“从富含银的铅精矿及铅冶炼废渣废液中综合回收白银及铅、金、铋、锑、锌、铜、铟等多种有色金属”的高新技术企业，位于“中国银都——郴州”，主营业务是以白银冶炼和深加工为主，配套铅冶炼，并综合回收金、铋、锑、锌、铜、铟等有色金属。公司的主要产品是白银和电铅，白银年产量居全国同类企业前列，是我国白银生产出口的重要基地之一。

公司实际控制人为曹永贵家族。截至2017年一季度报，曹永贵直接持有公司32.56%股权，为公司的控股股东。公司拥有6家子公司，其中贵龙公司从事再生资源回收业务、金贵贸易与金贵国际从事有色金属贸易业务、金贵科技是互联网运营平台、金和矿业为公司生产提供优质原材料。

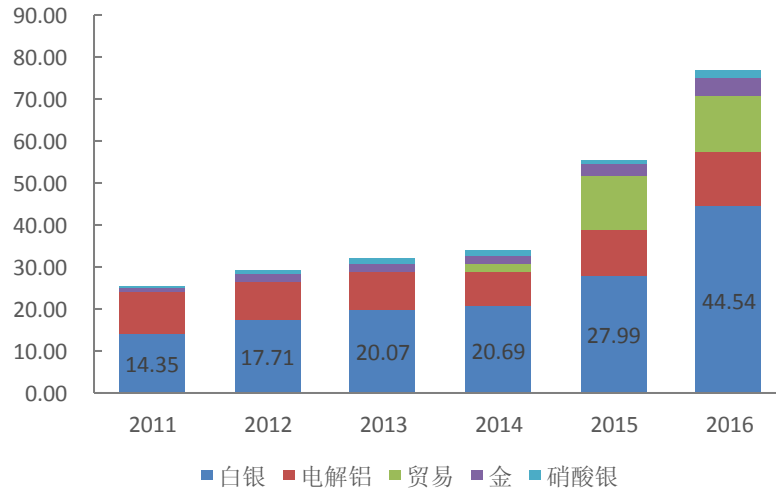
图1 公司的股权结构



资料来源：2017年一季度报，东兴证券整理

1.1 产业链完整，综合实力雄厚

公司积极延伸产业链，确保核心产业竞争力。近年来，公司积极探索转型升级，发展循环经济，目前，公司已基本形成富含银的铅精矿——铅阳极泥——白银（并综合回收其他有色金属）——白银产品深加工——“互联网+”的产业链体系，打造以白银为核心的“全产业链+”发展模式，致力于成为全球领先的白银产业综合服务商。这可以增强公司对成本的控制，提高公司的业绩弹性。

图 2 公司主营结构变动情况 (亿元)


资料来源: wind, 东兴证券整理

收购金和矿业, 凸显布局全产业链决心。收购金和矿业是公司将白银冶炼产业链进一步向上延伸至上游铅锌矿的勘探、开采与选矿业务, 大幅提升公司铅锌矿产资源储量, 将有助于缓解原材料价格波动对公司冶炼业务的影响, 增强公司在有色金属产业发展中的综合实力和竞争优势, 有利于夯实公司上下游一体化产业链基础, 提高公司的市场抗风险能力和打造白银生产及深加工综合竞争力。

金和矿业 2015 年金属保有资源储量: 主矿产铅锌矿的矿石量为 614.82 万吨, 铅矿金属量 53.83 万吨, 锌矿金属量 15.88 万吨, 铅平均品位 8.76%, 锌平均品位 2.58%; 共生矿产银矿的矿石量为 419.54 万吨, 金属量 727.23 吨, 平均品位 173.34×10^{-6} ; 伴生矿产铜矿的矿石量为 530.51 万吨, 金属量 1.95 万吨, 品位 0.37%。

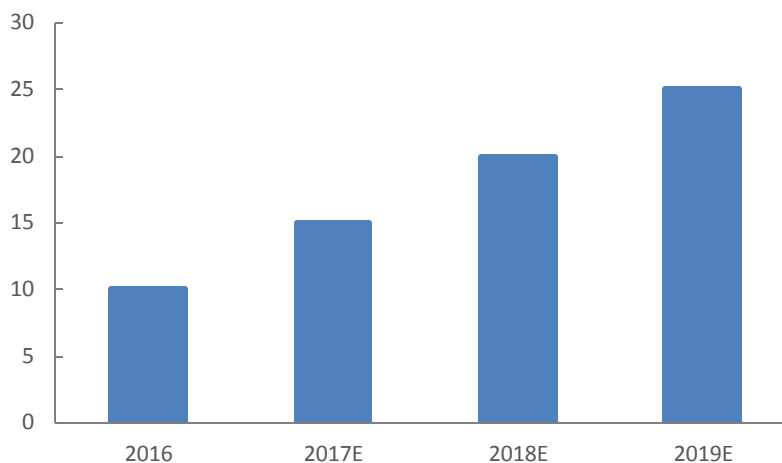
表 1 2015 年金和矿业金属保有资源储量 (万吨)

	矿石量	金属储藏量	品位
银	419.54	727,23 吨	173.34×10^{-6}
铅		53.83	8.76%
锌	614.82	15.88	2.58%
铜	530.51	1.95	0.37%

资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

收购后，公司对金和矿业帮浦矿山及唐加选厂进行了全面技改，年生产量由 10 万吨扩大为 25 万吨，目前新的经营管理团队已经磨合到位，扩大再生产的各项技改已经完成，金和矿业 2017 年将成为公司新的利润增长点。未来公司还将继续进行市场调研，选择优质标的矿山，相机逢低介入，争取公司原材料自给率达到 50%以上。

图 3 金和矿业产量情况（万吨）



资料来源：公司公告，东兴证券整理

金和矿业拥有较强的盈利能力。金和矿业承诺标的公司 2016 年度、2017 年度、2018 年度和上述三年累计的具体净利润数额分别为 4,493.69 万元、6,740.53 万元、9,566.23 万元共 20,800.45 万元。受自然环境及内外资源整合磨合期等影响，2016 年公司实现业绩为 2531.19 万元，未达预期，但是随着 2017 年金属价格触底反弹、以及资源整合期已过，预计公司 2017、2018 年将实现业绩承诺。

“互联网+”逐步形成规模，将成为新的增长点。公司子公司“湖南金福银贵信息科技有限公司”，是公司打造“全产业链+互联网”的重要环节。拓展互联网相关领域可以充分发挥公司当前在有色金属，特别是贵金属行业的供应链金融、互联网用户和互联网平台运营等方面的优势，进一步完善将公司打造成“基于全球贵金属产业的一流综合服务平台”的整体战略布局。金福银贵已经完成人员培训和平台搭建，2017 年将开始进行市场推广，推出白银保值创新产品。

公司研发实力雄厚。公司是国家高新技术企业，公司研发团队围绕主业成功研发了 74 项专利技术，包括 53 项发明专利，其中“有色冶炼含砷固废治理与清洁利用技术”获得国家科技进步二等奖。公司“液态渣直接还原节能改造与余热发电项目”，取代了原来的鼓风炉工序，取消了焦炭等能源消耗品种，大幅降低冶炼燃料成本；通过“余热发电”，节约电费成本；同时该工艺还能提高铅、锑等金属回收率，降低冶炼废渣中有价金属的残留，减少冶炼过程中的损失，将对公司效益带来积极的影响。

员工持股计划，增强员工凝聚力。2016 年公司通过二级市场购买方式共计买入 10,389,722 股，买入股票数量占公司总股本的 2.0644%。通过员工持股，员工成为了公司的股东，身份的转换带来了良好的效果，员工的工作积极性、创造性和凝聚力明

显增强。

1.2 业绩稳步增长，龙头品质闪耀

2016 金属价格回暖，产销增长符合预期。2016 年，全球有色金属市场回暖，白银、电铅价格较去年同期有所增长。价格回暖拉动公司产销量快速增长，公司全年生产电银 1020.48 吨，同比增长 19.90%，销售白银 1370.1 吨，同比增长 42.53%；生产电铅 10.96 万吨，同比增长 11.18%，销售电解铅 10.86 万吨，同比增长 9.6%；硝酸银 77.79 吨，综合回收黄金 1629.11 公斤、氧化锌 6202.19 吨、硫酸 7.01 万吨、精铋 653.23 吨。随着 2017 年募投项目达产，公司白银产量将得到大幅度的提升，公司将成为全球白银龙头。

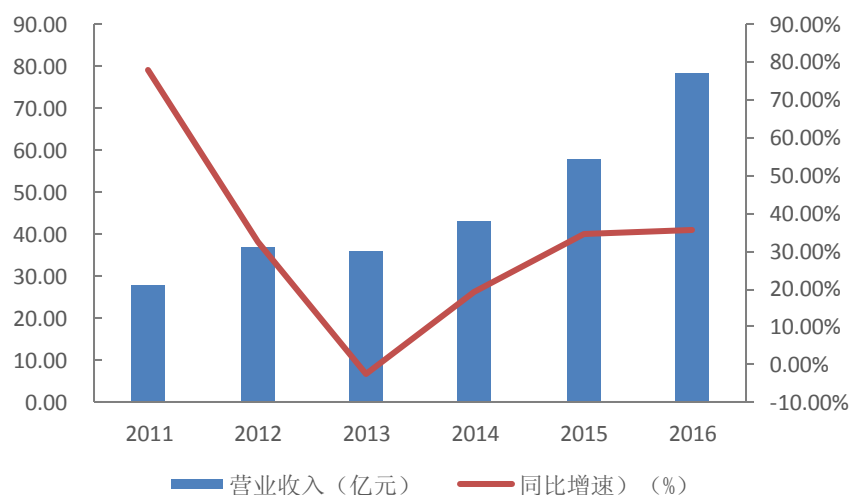
表 2 白银和电解铅产销情况

	2013	2014	2015	2016	2017E
白银产量 (吨)	464.27	615.55	851.12	1020.48	2000
白银销量 (吨)	462.67	594.16	961.29	1370.1	-
电铝产量 (吨)	73676.45	72010.78	98559.23	109577.95	-
电铝销量 (吨)	74827.91	71522.16	99124.05	108636.95	-

资料来源：公司公告，东兴证券整理

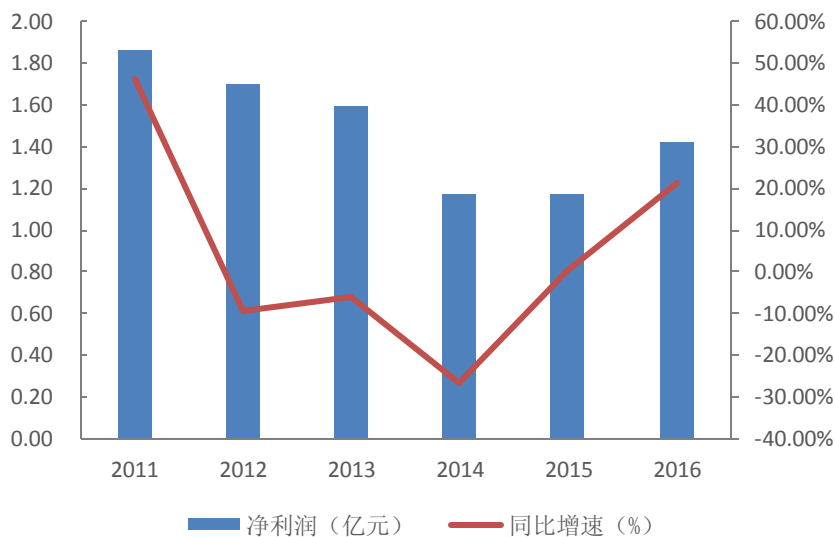
核心业务拉动公司业绩快速增长。2016 年公司实现营业收入 78.52 亿元，同比增长 35.65%，其中白银系列产品收入占 65.83%，实现净利润 14,271.81 万元，同比增长 21.17%；实现扣除非经常性损益后的净利润 14,470.13 万元，同比增长 258.97%。

图 4 公司主业增长符合预期



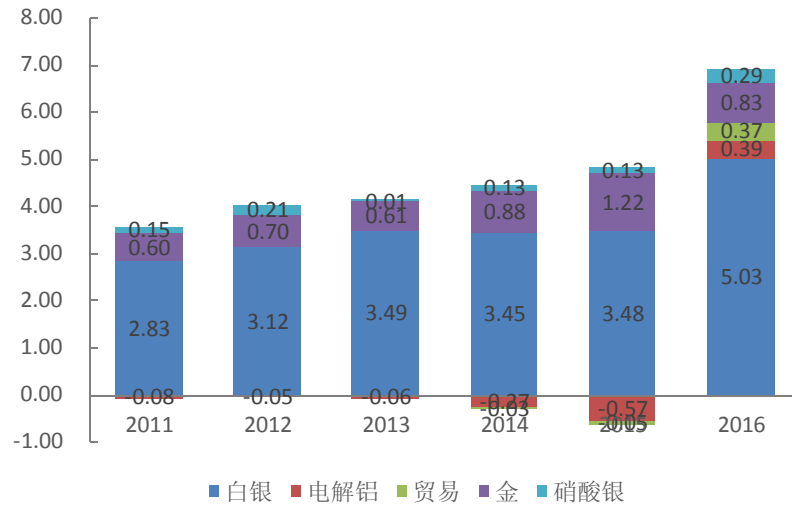
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 5 公司净利快速增长



资料来源：wind，东兴证券整理

2016 年公司各项业务毛利除了金以外均实现较大幅度的增长，其中白银是公司的主要利润贡献点，2016 年实现毛利 5.03 亿元，占公司总毛利的 72.71%，同比增长 44.54%。其次黄金和电解铝分布实现毛利 0.83 亿元、0.39 亿元，占总毛利的 12.06%、5.6%。

图 6 毛利及其构成


资料来源：wind，东兴证券整理

1.3 前期募投项目陆续投产，业绩增厚可期

公司围绕白银及资源综合回收主业建设的前次募投项目已陆续投产。

“**白银技术升级技改工程项目**”。该项目对公司原有的“年产 200 吨高纯银生产线”进行升级改造，最终形成年产白银 608.94 吨、黄金 2,388 千克、精铋 1,422 吨、铅渣 1,466 吨、粗锑白 2,768 吨、碱式氯化铜 154 吨的生产能力。该项目能够大幅提高公司清洁白银生产的产能，提升公司白银市场占有率，项目已经达产，公司白银产量位居全国前列。预计 2017 年为公司带来 1.1 亿左右的净利润。

“**5 万 t/a 铅冰铜渣资源综合利用项目**”已于 2016 年 11 月份投产，预计 2017 年 9 月达产。该项目以企业炼铅过程铅鼓风炉和电热前床产生的低品位铅冰铜、底吹炉产生的高铜铅渣及浮渣反射炉产生的铅冰铜等为原料，并从同类型企业收购部分浮渣反射炉冰铜，综合回收其中的有价金属，成功打造一条完整的白银清洁生产产业链，创建循环经济等。公司建成的“10 万吨铅富氧底吹项目”每年将产生大量的低品位铅冰铜（15000t）、高铜铅渣（10000t）、反射炉冰铜（5000t）等，这些即为本项目自产原料；另从市场上采购 20000t 左右的反射炉冰铜。本项目现已经建成投产，预计 2017 年为公司带来 4000 万元左右的净利润。

“**中国银都——金贵白银城**”项目，预计 2017 年建成达产，该项目将提高公司白银产品精深加工能力和产品附加值，拓展公司产业链。项目包括白银精深加工项目，产品涵盖白银消费领域的白银工艺品、茶餐具用品、饰品等几大类别产品，引进 3D 打印技术，实现银制品的个性化定制。白银工业旅游项目是“中国银都——金贵白银城”的重要建设内容，为了充分展示和发扬白银文化而打造的白银主题工业旅游项目，白银工业旅游区将分白银工艺馆、白银博物馆、银品奥特莱斯，银工坊互动体验空间等几大白银主题旅游项目，把白银从何而来，白银的冶炼技艺，白银的消费属性、工业属性、金融属性等都将在白银城会有全方位的体现和展示，让广大消费者零距离体验

白银文化提供了新平台。项目预计在 2017 年下半年建成投产，公司白银产品系列化、精深化能力得到加强。

2. 借力资本市场，未来值得期待

2.1 定增项目基本情况

本次非公开发行的发行对象为包括公司控股股东、实际控制人曹永先生在内的不超过 10 名特定对象。本次非公开发行 A 股股票的数量不超过 10,416.23 万股。根据曹永贵先生与公司签订的《附条件生效的股份认购合同》，曹永贵先生承诺认购本次非公开发行的资金金额为不低 20,000.00 万元。公司本次非公开发行股票募集资金总额不超过 121,974.10 万元，扣除相关发行费用后将用于“2000t/a 高纯银清洁提取扩建项目”、“3 万 t/a 二次锑资源综合利用项目”、“国家级企业技术中心建设项目”、“偿还银行贷款”。如募集资金不能满足上述项目需求，其不足部分用公司自筹资金补充。

通过实施本次募投项目，公司的白银产能将达到 2000 吨/年，居于全球前列，进一步增强公司白银资源的核心竞争力：“3 万 t/a 二次锑资源综合利用项目”的实施，将进一步提升公司的综合回收能力，在国家及地方政府资源综合利用税收优惠及政策补贴支持下，增强公司综合回收的盈利能力；“国家级企业技术中心建设项目”的实施，将进一步提高公司的研发能力，增强对白银下游重要应用领域、清洁冶炼和高效回收技术的研发，为打造公司“全产业链+”发展模式、形成从“矿山采选—冶炼回收—精深加工—创新业务”的新盈利模式，提供强有力的研发支持。

表 3 募集资金使用情况

序号	项目名称	投资总额（万元）	募投资金投入额（万元）	建设期（年）
1	2000t/a 高纯银清洁提取扩建项目	101403.02	47297	1
2	3 万 t/a 二次锑资源综合利用项目	27345.90	20660	1
3	国家级企业技术中心建设项目	24388.80	18717.1	1.5
4	偿还银行贷款	35300	35300	-

资料来源：公司公告，东兴证券整理

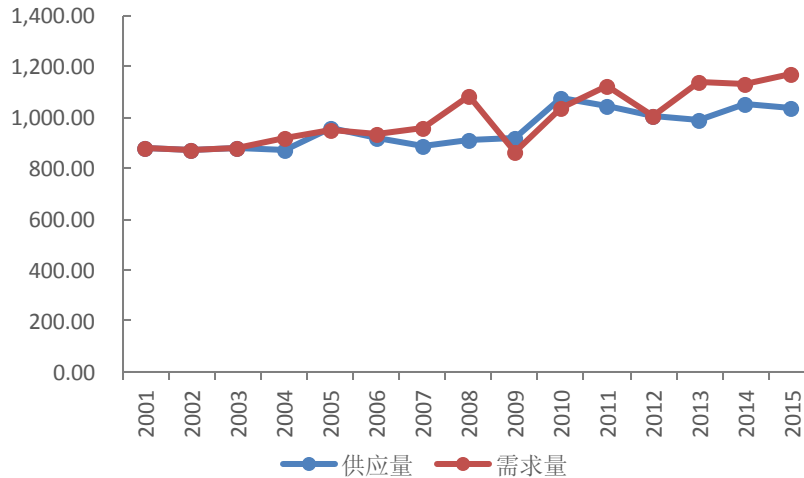
2.2 非公开发行如期实施，公司业绩将得到大幅提升

2000t/a 高纯银清洁提取扩建项目

公司具备全国领先的白银清洁冶炼技术和管理经验，拟通过本次非公开发行来实施 2000t/a 高纯银清洁提取扩建项目，整合国内外白银资源，以进一步扩大企业市场占有率及品牌影响力，抓住白银产品在消费领域、工业领域以及投资领域的需求增长，增强公司的盈利能力，在形成产业规模的基础上助力公司产业升级，为公司未来发展打下坚实的基础，为公司实施以白银为核心的“全产业链+”发展战略提供重要产能支撑。

从全球市场情况，白银仍具备较强需求。2015 年，全球白银供应总量上涨至 1040.6 百万盎司，较 2014 年同比下降 1%。其中，矿产银供应一直保持增长态势，2016 年矿产银供应量为 952.4 百万盎司，较 2015 年同比增长 7.57%；2016 年再生银供应量为 203 百万盎司，同比下滑 1%。

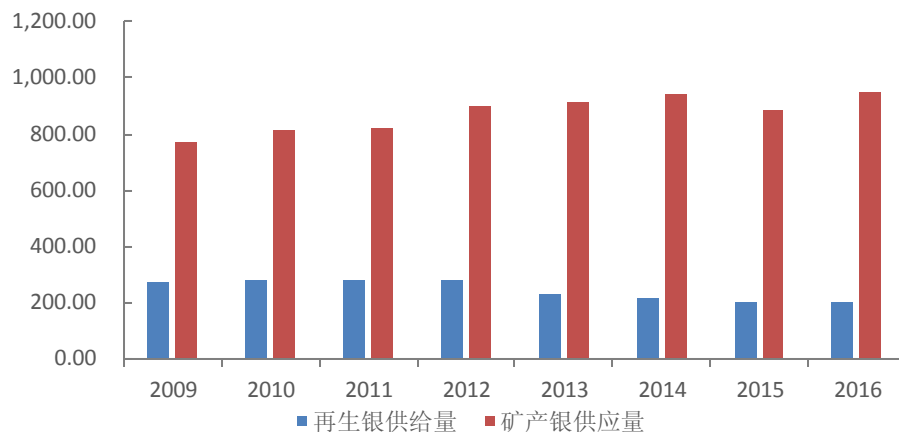
图 7 全球白银供需失衡（百万盎司）



资料来源: wind, 东兴证券整理

由上图可以看出，近几年来全球白银一直处于供需失衡的状态，2015 年供应短缺 129 百万盎司。

图 8 全球再生银和矿产银供应量情况（百万盎司）



资料来源：wind，东兴证券整理

本项目建成后，公司白银生产线处理阳极泥能力扩建为 30,000 吨/年，白银产量规模将达 2,000 吨/年，其中新增白银产量 1,400 吨/年，并综合回收其中的有价金属。

项目建成后将对增厚公司业绩产生重大影响。本项目建设期为 1 年，项目建成后，第一年生产能力为设计产能的 60%，第二年达到设计产能的 80%，第三年达到设计产能的 100%。本项目已于 2017 年开始建设，预计 2017 年底将投产。项目达产后，预计每年销售收入为 51.68 亿元，每年增加税后净利润总额为 28922.61 万元。

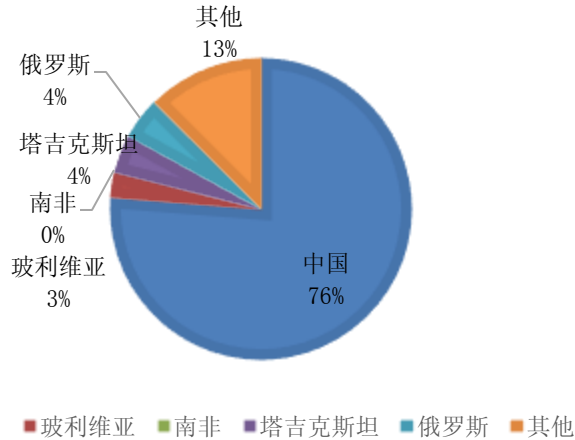
3 万 t/a 二次锑资源综合利用项目

公司利用白银清洁冶炼生产过程中烟尘、废渣为原材料，展开多种有价金属资源的综合回收利用，实施“3 万 t/a 二次锑资源综合利用项目”，将采购时不计价的有价金属进行综合回收，主要包括锑、铋、铜、铅、碲、铂、钨、锡等。该项目公司白银清洁冶炼产业链的重要一环，有利于提高白银清洁冶炼产业链的综合回收率和综合盈利能力，在为公司带来经济效益的同时，更发展了循环经济，属于国家产业资源综合利用产业政策支持的重要范围。

锑在地壳中的丰度很低（仅万分之一），随着锑在印刷工业和军火工业的应用，人们把锑看成战略物资，尤其是锑系阻燃剂的开发应用，大大促进了锑行业的发展。

目前全球锑的消费主要在锑系阻燃剂领域，约占全球锑消耗量的 70%，占 Sb_2O_3 消耗量的 90%。全球每年消耗 Sb_2O_3 约 10 万吨左右，其中阻燃剂用量约 9 万吨。美国、日本、韩国和西欧是锑用量大户，消费总量占世界总量的 50% 以上，同时美国、日本还是氧化锑主要生产国，但主要依靠进口精锑原料维持生产。而中国则只有 5% 左右。

图 9 全球矿产锑产量分布情况

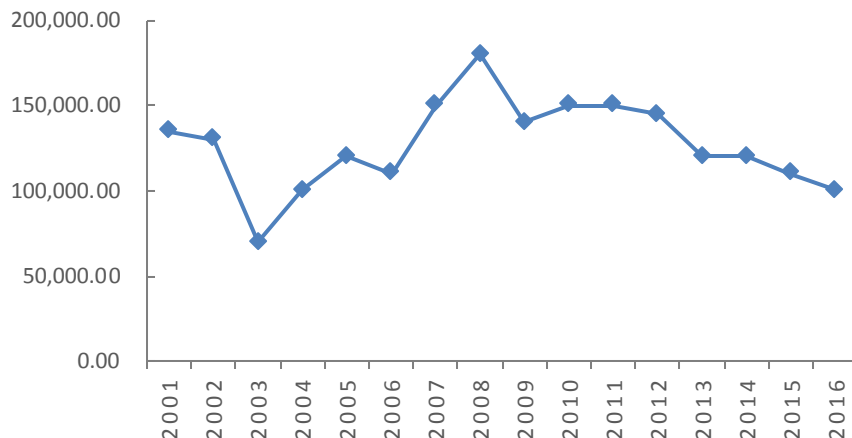


资料来源: wind, 东兴证券整理

中国锑产品深加工技术开发落后于国外,但现在已开始步入锑消费大国的行列。从2003年起,国内锑品消费量急剧上升,增加的市场份额主要来源于两个方面:阻燃剂应用领域和汽车工业。目前汽车塑料配件在汽车总重量份额中的比例已经达到10%左右,特别是汽车塑料内饰件,一般都要求阻燃。随着世界经济和现代科技的高速发展,锑的应用领域越来越广泛,拥有广阔的前景。

但近几年来受世界经济复苏缓慢、国内经济增速放缓的影响,大宗商品价格普遍下滑,锑产业作为有色金属行业的重要组成部分,也未能独善其身,行业下行压力持续加大。但是随着中国经济企稳,锑需求与产量将会再次大幅上升。

图 10 中国锑产量 (千吨)



资料来源: wind, 东兴证券整理

项目建成后将对增厚公司业绩产生重大影响。本项目建设期为1年,项目建成后,第一年生产能力为设计产能的60%,第二年达到设计产能的80%,第三年达到设计产能的100%。本项目已于2017年开始建设,预计2017年底将投产。项目达产后,预计

每年销售收入为 51396.92 万元，每年增加税后净利润总额为 4786.38 万元。

国家级企业技术中心建设项目

金贵银业技术中心是金贵银业技术创新的核心，以自主研发为主，产学研合作为辅模式，加强国内外技术交流和合作，结合自身优势，充分利用公司已建专利技术创新平台，以研发为依托，努力发展公司自有知识产权，为企业长期发展提供良好的技术成果和技术支撑。

表 4 本项目计划重点开展的研究课题

序号	研究项目	研究内容
1	白银表现质量的改进及抗氧化性研究	持续研究质量优良及增强抗氧性的白银产品
2	高能电池-银锌电池的研发	研究开发并生产银锌电池产品，作为汽车、动力车、工业机动可拆卸电池使用
3	铅蓄电池极板-铅粉制备新技术研究	计划开发一种成本低、操作简单的铅粉制备方法，用于铅蓄电池极板
4	铅铋合金在防核辐射方面的应用研究	研究开发一种可用于新型核反应堆的换热系统，提高系统运行效力
5	选冶联合清洁炼锌关键技术	综合回收有色成分铅、银等，实现清洁生产的革命性改变
6	含铟重金属物料清洁回收技术与示范	攻克高铟重金属物料多组元高效富集，形成高铟物料综合处理示范工程
7	银的高效绿色制备及高附加值产品开发	突破关键技术，形成多金属复杂物料无砷提银清洁技术
8	白银清洁低温冶炼综合利用关键技术研发及产业化	形成高砷物料处理共性技术，为同类物料处理提供技术支持

资料来源：公司公告，东兴证券整理

本项目的实施，可解决未来企业研发规模、业务规模、人员规模快速增长对场地的需求，有利于构建良好的研发环境，添置先进的研发设备，有利于企业提升和增强技术研发手段，缩短产品的研发周期，提高产品的市场竞争力。

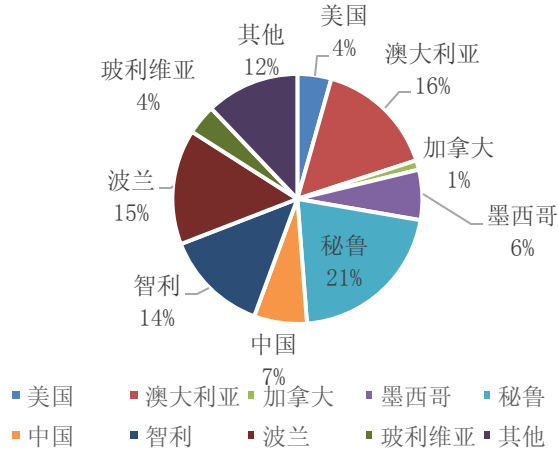
3. 主业迎黄金发展期，公司有望充分受益行业高景气度

3.1 白银蓄力待发，行业空间巨大

白银作为贵金属，在历史上曾经与黄金一样作为重要的货币物资，具有储备职能，曾经作为基础货币使用，是国际间支付的重要手段。除作为货币使用以外，制作银器和首饰也是白银的传统用途之一。

从世界分布情况看，2016 年，波兰、中国、美国、墨西哥、秘鲁、澳大利亚、加拿大和智利等国的储量占到世界总储量和储量基础的 87.86%，其中秘鲁的储量位居世界首位，为 120000 吨，占到世界银储量 21%。

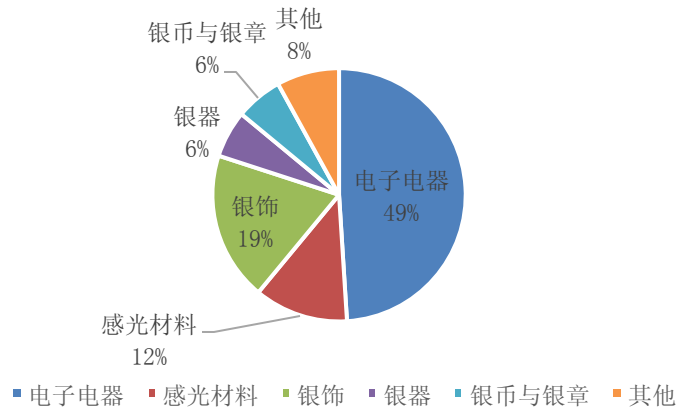
图 11 2016 年世界白银储量分布情况



资料来源：世界白银协会，东兴证券整理

过去十几年里，白银由于具有优良的常温导电性、导热性、反射特性、感光成像特性、抗菌消炎特性等物理化学特性，作为催化剂、导电触电极材料以及抗微生物剂等，被广泛应用在电子、可再生能源以及医疗卫生等工业领域。

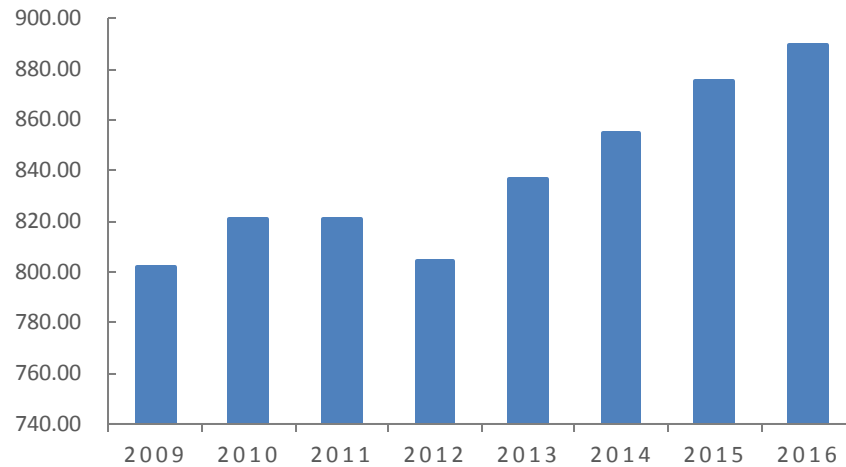
图 12 全球白银消费结构



资料来源：世界白银协会，东兴证券整理

经济复苏所带来的工业需求将推动白银价格维持在较高的水平。目前，世界白银总消费的 65%来自工业领域，随着世界经济的复苏，来自工业领域的白银需求有望稳步增加。未来，预计白银将在工业领域的新应用中扮演重要的角色。

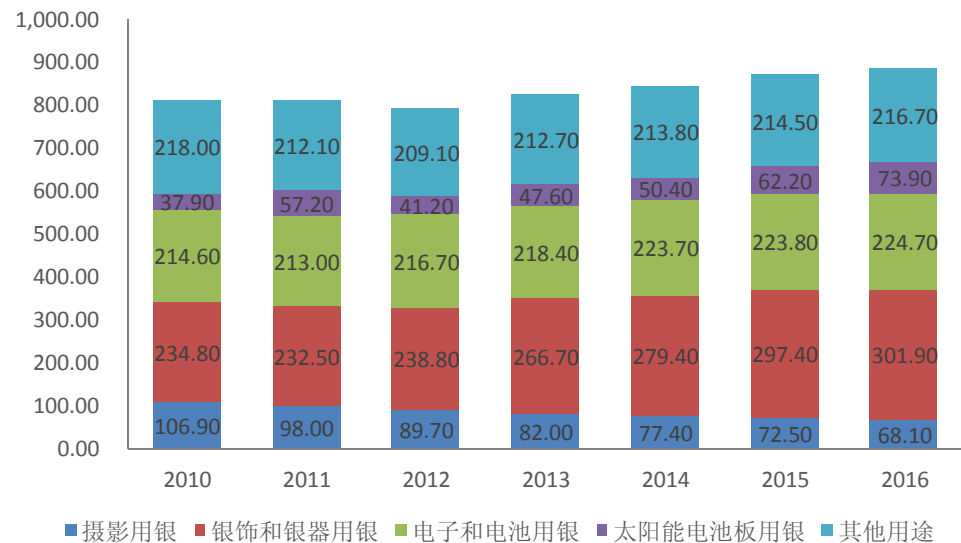
图 13 全球工业用银需求量整体呈稳定上升趋势（百万盎司）



资料来源：wind，东兴证券整理

近年来，由于数码技术的进步，白银最传统的工业应用——感光材料中白银的消费逐年减少；而随着电子工业的不断发展，白银深加工行业发展迅速。

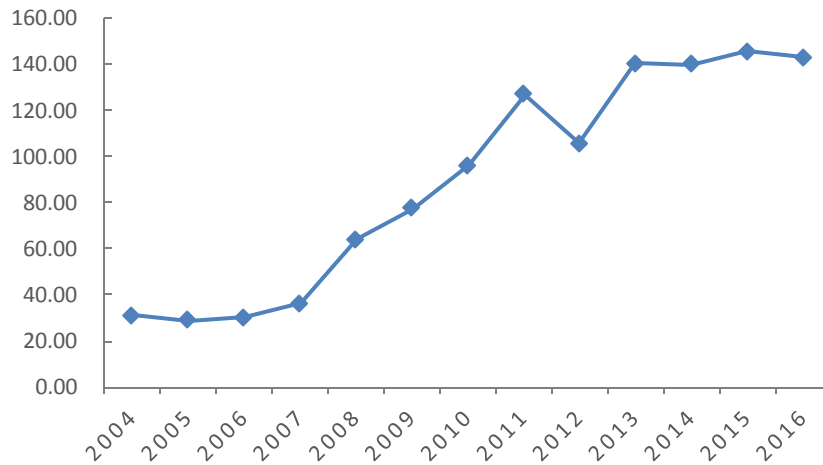
图 14 全球工业用银需求结构（百万盎司）



资料来源：wind，东兴证券整理

全球通货膨胀推动白银投资需求保持在较高水平。金和银作为法定铸币目前虽已退出历史舞台，但作为纪念币仍很盛行。纪念币设计精美，发行量少，具有保值增值功能，深受钱币收藏家和钱币投资者的青睐。近几年，虽然银整体上增长缓慢，但是白银仍占银消费量的10%左右。

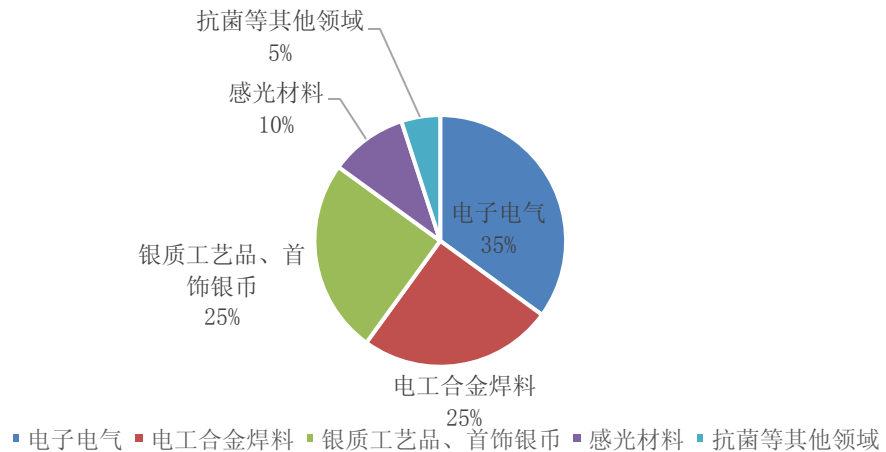
图 15 全球铸币用银需求量处于高位（百万盎司）



资料来源：wind，东兴证券整理

我国是白银生产、消费和出口大国。近年来，我国经济的高速发展带动了白银消费量迅速上升，1985年消费量仅为900吨左右，2010年已达到5700吨左右（不含投资性需求）。

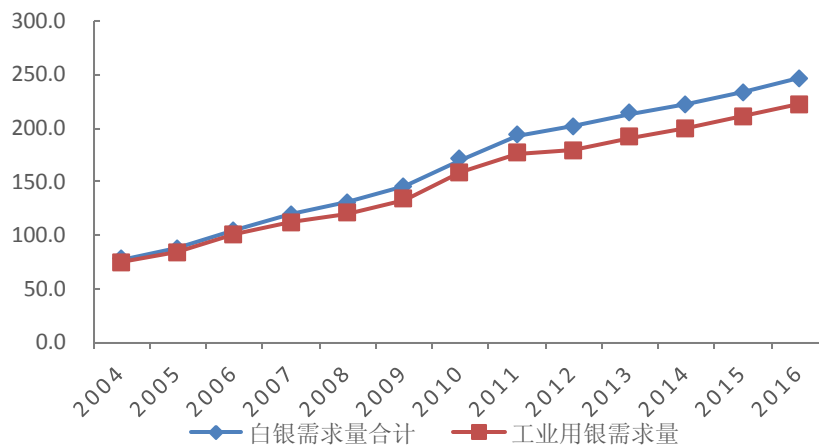
图 16 中国白银消费结构



资料来源：wind，东兴证券整理

虽然近年来我国在扩大白银的应用领域、提高白银产品的加工深度和附加值方面取得了长足进展，但是我国白银产业的整体应用水平同发达国家相比还有很大差距，也正因为如此，我国白银的消费前景十分广阔。可以说，我国是世界白银需求潜力最大的国家之一。2016年中国白银需求量占全球白银需求的20%左右。工业用银是中国白银需求的主要来源，2016年，工业用银占全国白银总需求量的90%。

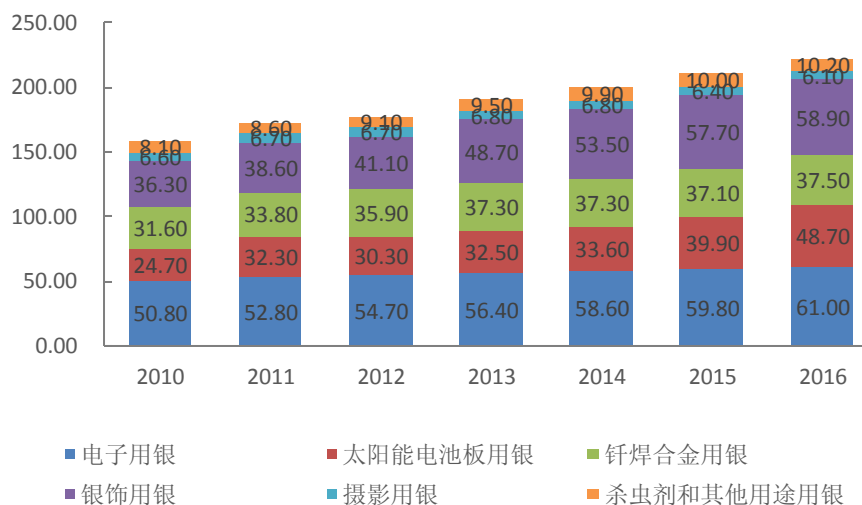
图 17 中国白银和工业用银需求量稳定增长（百万盎司）



资料来源：wind，东兴证券整理

2016 年虽然全球经济持续复苏缓慢，我国工业发展产能过剩严峻、投资效率偏低，但我国经济新的内生增长动力将逐步形成，工业经济增速仍小幅提升，约为 8.5% 左右。我国未来将会通过推进改革创新、借力“一带一路”、实现区域错位发展等手段，打造“大众创业、万众创新”和增加公共产品、公共服务“双引擎”，为经济保持中高速、产业迈向中高端奠定坚实基础，在此推动下国内工业白银需求量也将出现快速增长。

图 18 中国工业用银消费结构（百万盎司）

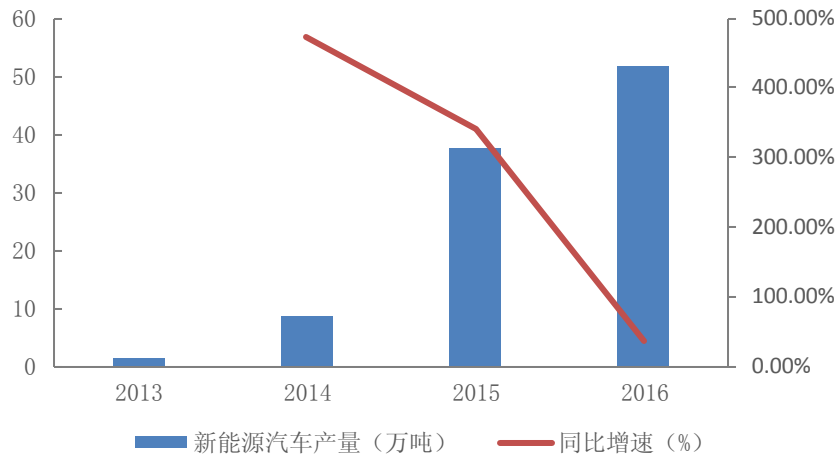


资料来源：wind，东兴证券整理

随着白银新的工业需求的出现，如航空航天、新能源汽车、太阳能电池银浆等需求的增加导致白银工业用途比重增加。新工业新技术很多采用纳米银技术，尽管个体白银需求量不大，但应用范围广。在银价低迷的时期，工业用银未来需求仍有可能出现增

长。

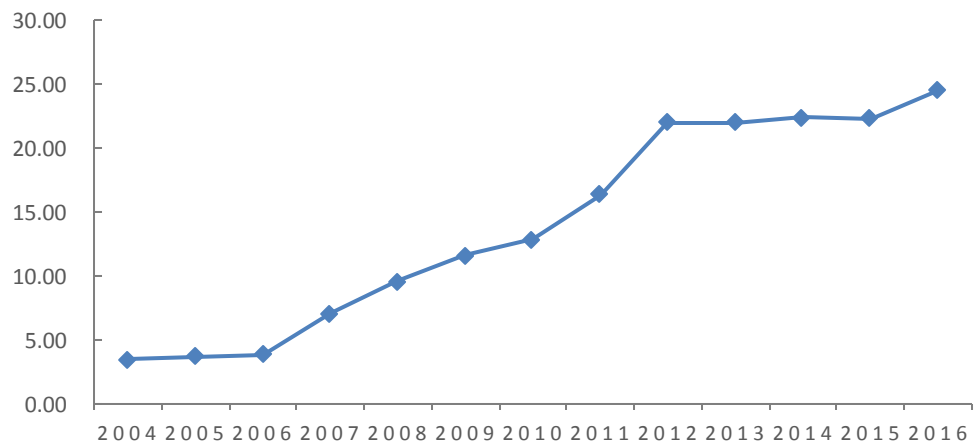
图 19 中国新能源汽车产量 (万吨) 飞速增长



资料来源: 中国产业发展研究网, 东兴证券整理

近年由于全球通货膨胀, 使得白银投资需求上升迅速, 进而使得白银总需求保持在一定的水平。

图 20 中国铸币用银保持稳定增长



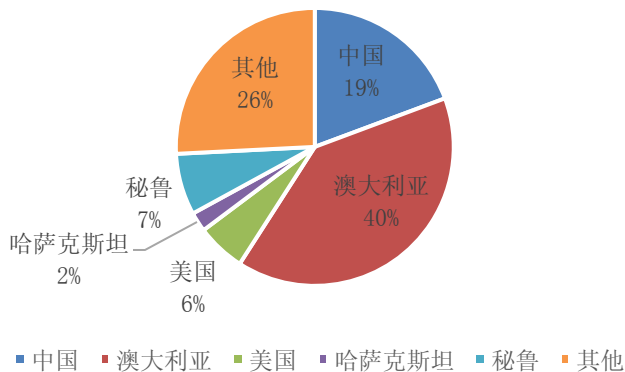
资料来源: wind, 东兴证券整理

3.2 受益于铅价触底反弹, 铅需求强劲, 行业将稳定增长

金贵银业生产白银主要原材料为电解铅所产生的阳极泥, 为了保证原料供应, 除了外购阳极泥以外, 公司还通过已投产的 10 万吨铅富氧底吹项目自产阳极泥, 该项目外购高银铅精矿 (副含白银等金属) 配以少量银精矿和含银物料, 送富氧底吹炉熔炼后, 对产出的高银粗铅、冰铜、烟气、高银铅渣定向综合回收, 高银粗铅电解后即可得到电铅和阳极泥, 因此电铅也是公司的主要产品之一。

根据美国地质调查局（USGS）2016年的统计数据，全球铅储量为8800万吨，其中澳大利亚、中国、俄罗斯、美国和秘鲁等国资源量相对较大。

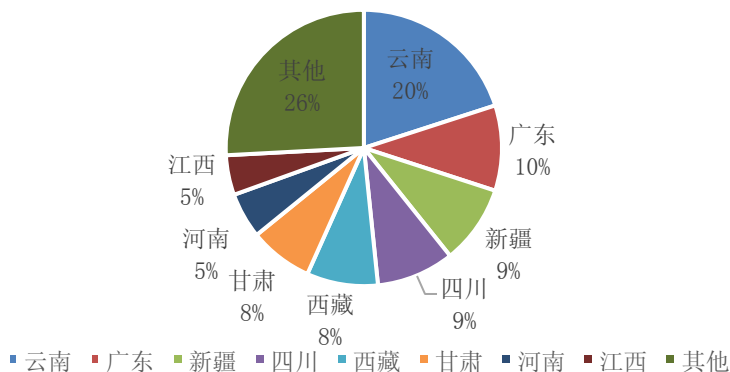
图 21 2016 年全球铅储量分布情况



资料来源：wind，东兴证券整理

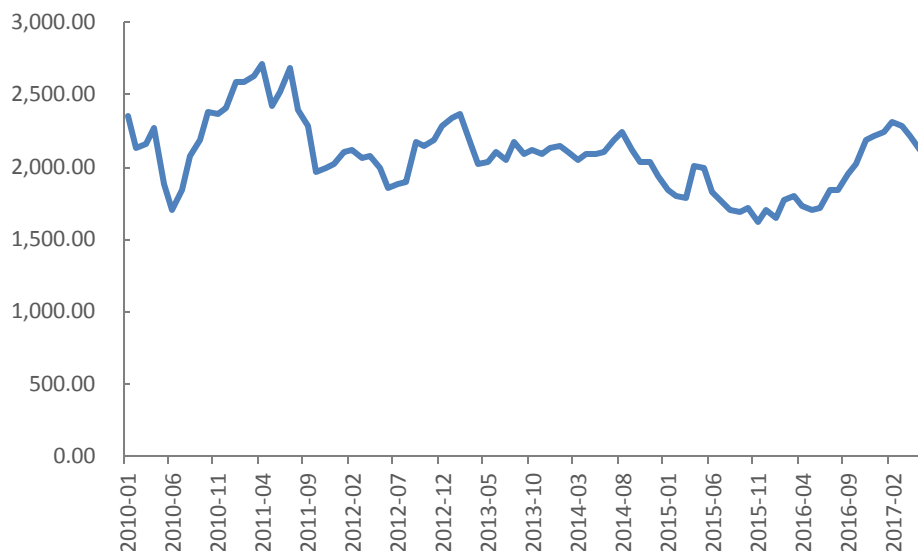
中国铅资源分布广泛，除天津、上海等少数省份外，大部分地区均有铅矿藏分布。我国铅资源储量较为集中，中西部地区占比高，其中，云南是我国主要铅资源分布地，占到全国储量的20%左右，广东、新疆的储量也在百万吨以上。

图 22 2016 年中国铅储量分布情况



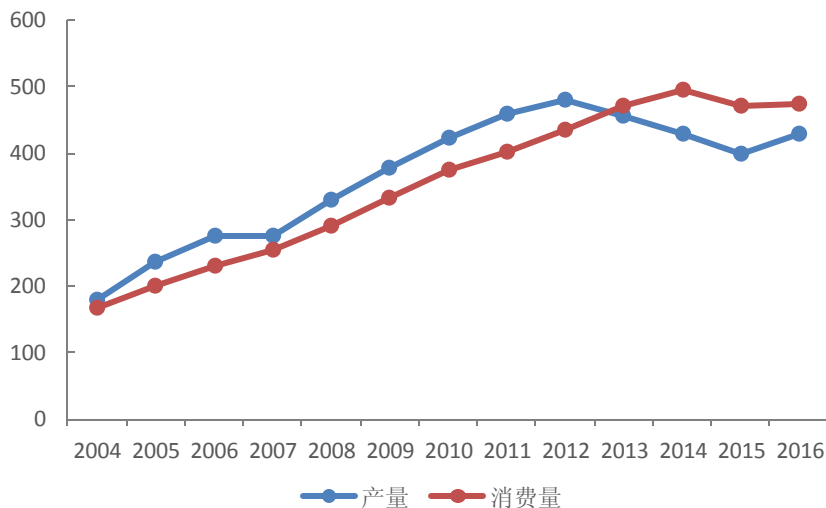
资料来源：wind，东兴证券整理

铅价格自2015年年底触底后，受国内铅锌企业联合减产保价以及国外大型矿山纷纷停产的影响，铅锌价格触底反弹。随着铅价格全面回暖并具有较强支撑，2017年公司电解铅业务业绩有望持续释放。

图 23 铅价格回暖 (美元/吨)


资料来源: wind, 东兴证券整理

2016 年, 中国铅产量为 430.33 万吨, 同比增长 7.7%, 消费量为 475 万吨, 同比增长 1.02%, 产销缺口为 44.67 万吨。从 2013 年起, 我国铅行业开始出现产销失衡的状态, 这为公司电解铅业务带来新的机遇。

图 24 2016 年中国铅市场出现产销失衡


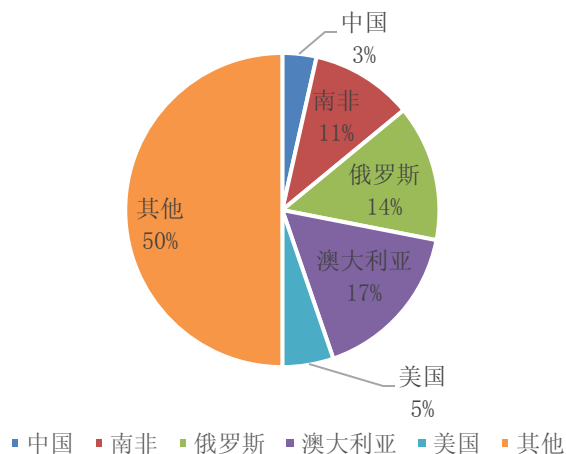
资料来源: wind, 东兴证券整理

3.3 黄金市场持续走热, 前景乐观

黄金通常被作为国际储备, 是许多国家官方金融战略储备的主体。黄金通常被制造成各类饰品作为社会地位和财富的象征, 具有保值的功能。同时, 还广泛应用于工业与高新技术产业。

截至 2016 年末，世界查明的黄金储量为 5.7 万吨。澳大利亚储量为 9500 吨，占世界查明黄金储量的 16.67%；中国储量 2000 吨，占世界储量的 3.51%。

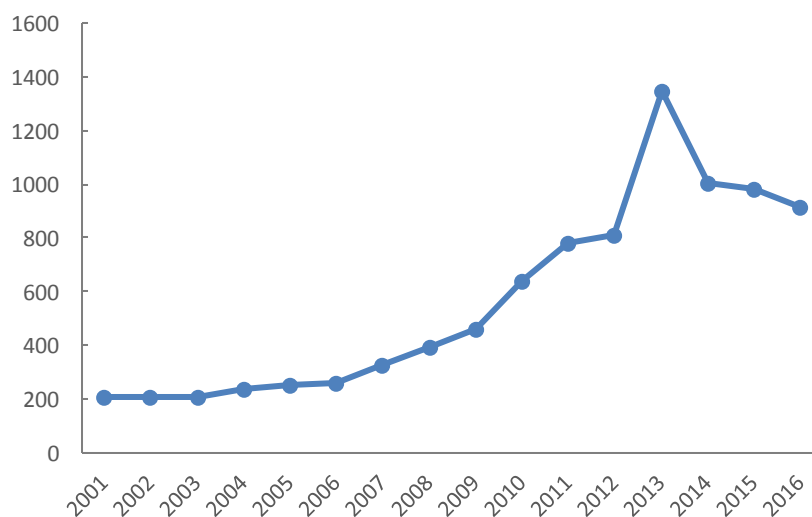
图 25 全球黄金储量分布情况



资料来源：wind，东兴证券整理

2016 年，中国黄金消费量 913.6 吨，连续 4 年成为世界第一黄金消费国，与 2015 年相比下降 6.7%。根据中国黄金协会预计，未来五年中国黄金需求将保持增长，但增速放缓，2020 年中国黄金消费量有望达到 1200 吨。

图 26 黄金消费量处于高位（吨）



资料来源：wind，东兴证券整理

4. 业绩预测及估值

公司以白银冶炼及其深加工产品为核心，不断拓展白银产业链条，并同时回收铟、铜、锑、锡等贵金属。目前，公司的白银生产技术、工艺水平、产品质量、资源综合利用率在同行业处于先进水平。未来随着增发项目的推进，公司产能将进一步增长，业绩进入爆发期，我们看好公司未来的发展，尤其是公司对银的价格存在明显的弹性，是银价对应的理想标的。

我们预测公司 2017-2019 营收分别为 103.7 亿、147.4 亿、176.3 亿，净利润分别为 3.91 亿、4.93 亿、5.39 亿，EPS 分别为 0.70、0.87、0.95，对应的 PE 分别为 26 倍、21 倍，19 倍。首次评级给予公司“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

1. 原材料价格风险
2. 募投项目不达预期风险
3. 有色金属价格下降风险

利润表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
营业收入	5,788.75	7,852.30	10,369.00	32.05%	14,740	42.15%	17,632.0	19.62%
营业成本	5,319.66	7,203.78	9,517.00	32.11%	13,519	42.06%	16,199.3	19.82%
营业费用	4.27	7.04	9.30	32.05%	13.22	42.15%	15.81	19.62%
管理费用	213.72	200.38	264.60	32.05%	376.15	42.15%	449.95	19.62%
财务费用	198.17	286.34	168.70	-41.08%	323.47	91.74%	415.23	28.37%
投资收益	(1.29)	9.67	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	33.57	147.42	380.31	157.98%	466.78	22.74%	502.87	7.73%
利润总额	113.17	147.81	382.31	158.64%	468.78	22.62%	504.87	7.70%
所得税	(4.62)	5.10	57.35	1025.33%	70.32	22.62%	75.73	7.70%
净利润	117.79	142.72	324.96	127.70%	398.46	22.62%	429.14	7.70%
归属母公司所有者的净利润	117.79	144.51	391.96	171.23%	493.46	25.89%	539.14	9.26%
NOPLAT	241.20	418.81	466.66	11.43%	671.71	43.94%	780.38	16.18%
资产负债表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
货币资金	1,173.61	1,378.82	311.07	-77.44%	442.20	42.15%	528.96	19.62%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	0.05	3.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
预付款项	526.70	622.05	717.22	15.30%	852.42	18.85%	1,014.41	19.00%
存货	3,193.32	3,600.89	4,693.32	30.34%	6,667.13	42.06%	7,988.74	19.82%
流动资产合计	5,071.03	5,817.46	5,944.50	2.18%	8,226.54	38.39%	9,824.62	19.43%
非流动资产	1,113.00	1,982.67	2,467.03	24.43%	3,100.42	25.67%	2,974.06	-4.08%
资产总计	6,184.03	7,800.13	8,411.53	7.84%	11,326.96	34.66%	12,798.67	12.99%
短期借款	951.02	844.40	3,618.68	328.55%	5,847.22	61.58%	6,713.59	14.82%
应付帐款	199.20	131.93	156.44	18.58%	222.24	42.06%	266.29	19.82%
预收款项	579.58	762.68	795.87	4.35%	843.03	5.93%	899.46	6.69%
流动负债合计	3,223.78	3,218.68	5,235.83	62.67%	7,851.48	49.96%	9,001.89	14.65%
非流动负债	993.80	2,236.26	618.00	-72.36%	618.00	0.00%	618.00	0.00%
少数股东权益	0.00	245.48	245.48	0.00%	245.48	0.00%	245.48	0.00%
母公司股东权益	1,966.45	2,099.71	2,417.85	15.15%	2,812.62	16.33%	3,243.94	15.33%
净营运资本	1,847.25	2,598.79	708.67	-72.73%	375.05	-47.08%	822.73	119.36%
投入资本 IC	2,802.18	4,245.70	6,588.94	55.19%	9,081.13	37.82%	10,292.05	13.33%
现金流量表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
净利润	117.79	142.72	324.96	127.70%	398.46	22.62%	429.14	7.70%
折旧摊销	62.59	83.89	0.00	N/A	266.61	N/A	276.36	3.66%
净营运资金增加	(177.98)	751.54	(1,890.11)	N/A	(333.62)	N/A	447.67	N/A
经营活动产生现金流	496.15	0.30	(311.24)	N/A	(774.25)	N/A	(105.55)	N/A
投资活动产生现金流	(236.47)	(482.82)	(891.22)	N/A	(901.00)	N/A	(151.00)	N/A
融资活动产生现金流	(122.32)	449.59	134.71	-70.04%	1,806.38	1240.95%	343.31	-80.99%
现金净增(减)	137.36	(32.93)	(1,067.75)	N/A	131.13	N/A	86.76	-33.84%

分析师简介

林阳

中国社科院经济学硕士，有色金属行业首席研究员，研究所上海团队负责人。
单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。