

金贵银业 (002716.SZ)

产能密集释放，白银龙头有望实现跨越式发展

核心观点:

● 产能密集释放，白银龙头有望实现跨越式发展

作为国内最大的白银生产商，公司专注白银全产业链，打造循环经济发展模式。目前，基本已形成富含银的铅精矿采选——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。今明两年定增项目产能密集释放，叠加行业明显复苏，公司业绩步入快车道，有望实现跨越式发展。

● 夯实白银主业，稳步布局全产业链

夯实白银主业：高纯银清洁提取扩建项目年底完成，公司白银产能将从 600t/a 增长到 2000t/a。稳步布局全产业链：上游收购金和矿业和俊龙矿业，目标原料自给率达到 30%至 50%。下游金贵白银城项目将于年内完工，向白银深加工产品及白银文化产业拓展。同时公司建立找金银网，拓展互联网经营模式。

● 环保政策力度空前，循环经济优势明显

受益环保趋严使行业部分产能出清，公司环保先行，循环经济优势明显。公司募投项目“5 万 t/a 铅冰铜渣资源综合利用项目”、“3 万 t/a 二次锑资源综合利用项目”等能有效提高综合利用水平，“吃干榨净”有价金属（部分金属购买原料时不计价），经济效益明显。

● 给予“买入”评级

金属价格将持续在高位运行，结合公司产能产量稳步释放，公司业绩有望稳步提升。预计公司 17-19 年 EPS 为 0.57、0.73、1.04 元，按最新收盘价对应 PE 为 33.55 倍、26.45 倍、18.49 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示：有色金属价格波动；项目进度不及预期。

盈利预测:

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5788.75	7852.30	9879.34	13562.77	15276.72
增长率(%)	34.70%	35.65%	25.81%	37.28%	12.64%
EBITDA(百万元)	301.52	513.24	665.57	855.13	1103.51
净利润(百万元)	117.79	144.51	322.98	409.66	586.04
增长率(%)	0.43%	22.69%	123.50%	26.83%	43.06%
EPS(元/股)	0.23	0.29	0.57	0.73	1.04
市盈率(P/E)	50.21	81.07	33.55	26.45	18.49
市净率(P/B)	3.01	5.55	4.47	3.83	3.17
EV/EBITDA	23.56	27.02	19.93	15.15	11.34

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

19.18 元

前次评级

首次覆盖

报告日期

2017-09-28

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	565/311
流通 A 股市值(百万元)	10,865
每股净资产(元)	4.17
资产负债率(%)	69.93
一年内最高/最低(元)	28.77/14.46

相对市场表现



分析师： 巨国贤 S0260512050006



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

相关研究:

联系人： 娄永刚 010-59136699

louyonggang@gf.com.cn

目录索引

一、产能密集释放，白银龙头有望实现跨越式发展.....	4
1.1 公司概况.....	4
1.2 白银收入增长迅速，盈利能力稳步上升.....	4
1.3 有色金属重回上行通道，公司量价齐升受益显著.....	6
二、夯实白银主业，稳步布局全产业链.....	8
2.1 以银为本，产能扩张巩固龙头地位.....	8
2.2 上游收购矿山，原料自给才是硬道理.....	9
2.3 下游拓展深加工及相关产业，提升产品附加值.....	10
2.4 接入互联网，开拓新经营模式.....	11
三、环保政策力度空前，循环经济显优势.....	11
3.1 大力建设循环经济，资源利用充分高效.....	11
3.2 环保投入高，发展可持续.....	13
3.3 环保趋严环境下，技术龙头优势尽显.....	13
四、行业复苏，盈利能力大增.....	14
4.1 市场回暖，银价回归上行通道.....	14
4.2 金融与工业属性并存，银市场机会多.....	15
4.3 公司是国内白银龙头，盈利能力显著上升.....	16
五、给予“买入”评级.....	17
六、风险提示.....	20

图表索引

图 1: 金贵银业公司股权结构图	4
图 2: 金贵银业 2011 年-2016 年营业收入	5
图 3: 金贵银业 2011 年-2016 年主营业务毛利	5
图 4: 金贵银业 2011 年-2016 年白银产量及增速 (吨)	6
图 5: 2015 年至 2017 年 SHFE 白银价格走势 (元/千克)	6
图 6: 2015 年至 2017 年 SHFE 铅价格走势 (元/吨)	7
图 7: 2015 年至 2017 年 SHFE 铜价格走势 (元/吨)	7
图 8: 2015 年至 2017 年锑白现货价格走势 (元/吨)	7
图 9: COMEX 白银期货价格 (美元/盎司) 与金银比	14
图 10: LME 及 SHFE 期铅库存	15
图 11: 国内精铅进出口数量 (吨)	15
图 12: 全球白银消费结构	16
表 1: 2000t/a 高纯银清洁提取扩建项目建成后主要产品指标	8
表 2: 2013-2015 年金和矿业铅锌矿石及精矿开采、产销量情况	9
表 3: 金和矿业矿石及金属储量	10
表 4: 俊龙矿业矿石及金属储量	10
表 5: “5 万吨/年铅冰铜渣资源综合利用”生产能力	12
表 6: “3 万吨/年二次锑资源综合利用项目”主要产品指标	12
表 7: 公司配套环保设施	13
表 8: 公司与国内其它上市公司白银产量 (吨) 对比	17
表 9: 同行业公司估值比较	17
表 10: 公司业绩对铅、银价格的弹性	18
表 11: 公司 2017-2019 年各项业务盈利预测 (百万元)	18

一、产能密集释放，白银龙头有望实现跨越式发展

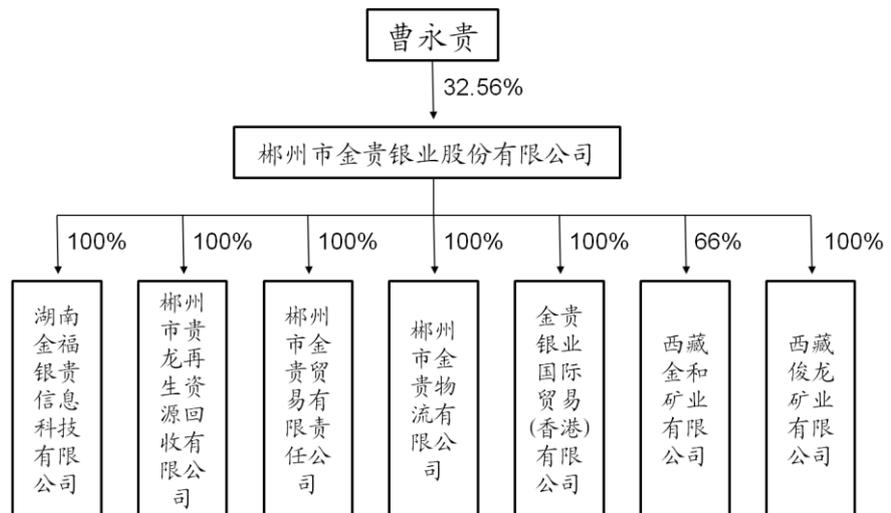
1.1 公司概况

金贵银业股份有限公司是一家从事“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”，是我国白银生产出口的重要基地之一，拥有全国领先的白银冶炼和深加工技术，白银年产量居全国同类企业前列。

2004年11月8日，公司前身郴州市金贵银业有限公司成立，2008年4月23日依法整体变更为郴州市金贵银业股份有限公司，公司股份总数为14,600万股，注册资本为人民币14,600万元。2014年1月8日，公司在深圳证券交易所挂牌上市，公司股份总数增加到22876.85万股。

截至2017年6月30日，曹永贵持有公司 32.56%的股份，为公司控股股东、实际控制人。截止报告日期，公司共参股并控股7家子公司。

图1：金贵银业公司股权结构图



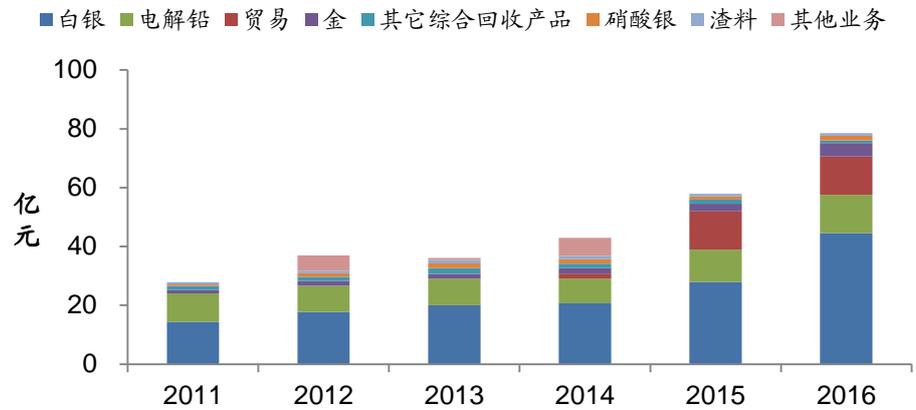
数据来源：Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

1.2 白银收入增长迅速，盈利能力稳步上升

2016年公司在全球有色金属价格回暖的环境下，生产经营保持增长态势，实现营业总收入78.52亿元，同比增长35.65%。全年白银营业收入44.54亿元，同比增长59.14%；电解铅13.02亿元，同比增长19.32%；黄金4.63亿元，同比增长77.51%；实现归母净利1.45亿元，同比增长22.69%。

2017年上半年实现营业收入44.22亿元，同比增长23.69%；实现归母净利1.18亿元，同比增长47.08%。据盈利预测，公司2017年全年可实现营业收入98.79亿元，同比增长25.8%；实现归母净利3.2亿元，同比增长123.5%。

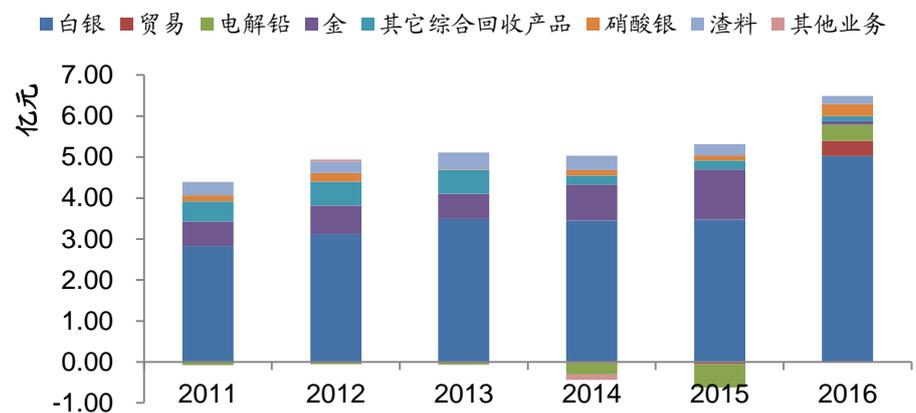
图2: 金贵银业2011年-2016年营业收入



数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

作为以白银冶炼和深加工为主的高新技术企业, 2016年白银占营业收入比重为56.73%, 占主营业务毛利比重高达77.52%, 充分显示了公司主业在经营中的地位。另外, 受益于铅价的上涨, 电解铅业务由原来的亏损扭转为盈利, 毛利率达5.96%。公司2017年上半年由于铅冶炼系统整体检修, 电解铅产量不及预期, 从而影响了公司上半年的营业收入和毛利。下半年公司生产恢复正常, 营业收入较上半年有望大幅提升。据盈利预测, 公司2017年毛利将达到9.13亿元, 同比增长40.7%。

图3: 金贵银业2011年-2016年主营业务毛利



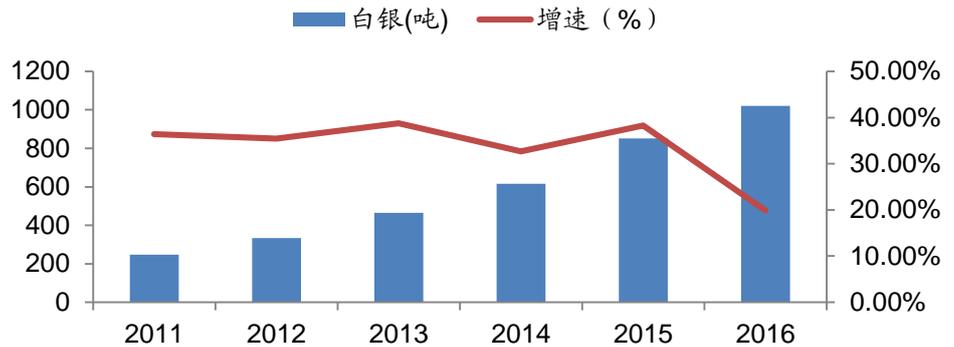
数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

2016-2018年, 公司陆续有铅冰铜渣综合利用项目、白银深加工项目、高纯银生产线扩建项目、二次锑综合利用项目和矿山项目投产或将要投产, 公司产能密集释放, 盈利水平有望呈阶梯式提升。

1.3 有色金属重回上行通道，公司量价齐升受益显著

近年来公司白银产量稳步提升。2011年至2013年，公司白银产量均呈30%以上速度增长，2016年“白银技术升级技改工程”投产后，产量增速降至约20%，主要原因因为基数变大，但是增量与2015年基本持平。

图4：金贵银业2011年-2016年白银产量及增速（吨）

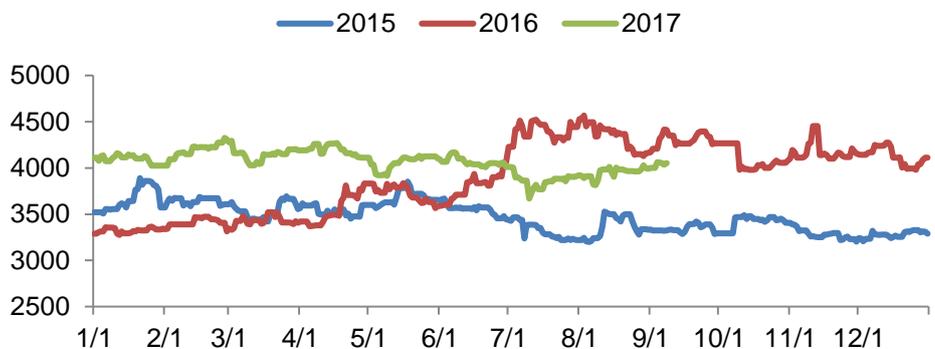


数据来源：Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

同时，有色金属价格在经过多年的不景气后，从2016年开始重新回到了上行通道。2016年，SHFE白银价格由跌转涨，平均较2015年上涨了12.24%，铅价也由2015年的下跌6.8%转为上涨12.21%。2017年上半年，有色金属涨势持续，SHFE银价同比上涨了5.98%，铅价上涨了20.33%。

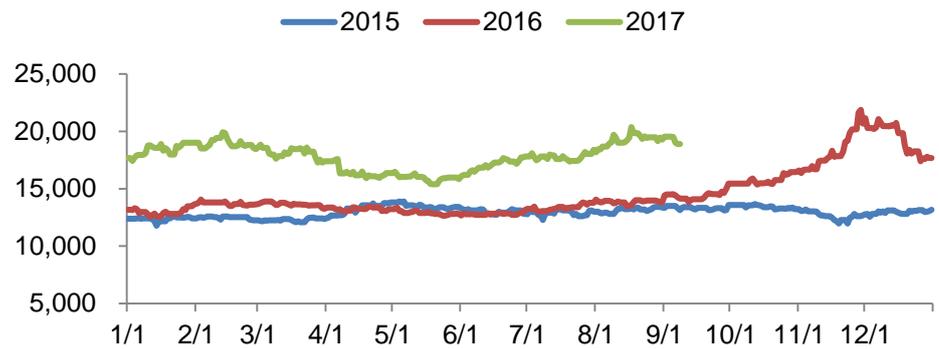
公司现有的电解铅产能主要是为白银冶炼提供原料，在2011年至2015年均保持亏损状态。2016年开始，电解铅受益价格上涨，由亏损转为盈利，并且在2017年上半年产量不达计划的情况下依然贡献了总毛利的29.16%。电解铅在当前价格区间下，已经成为公司的盈利增长点之一。

图5：2015年至2017年SHFE白银价格走势（元/千克）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

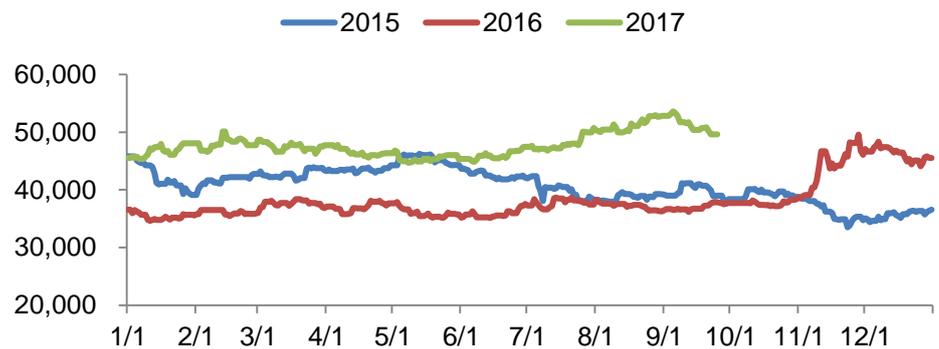
图6: 2015年至2017年SHFE铅价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

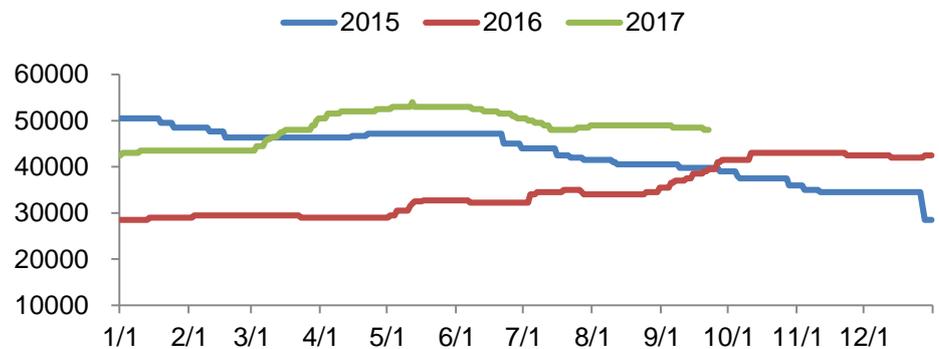
除了白银和铅以外, 公司新增的铅冰铜渣和二次锑综合利用项目每年将产出相当量的铜和锑。2017年, SHFE铜价较2016年平均增长了21.35%, 锑白现货价格相对2016年平均价上涨了35.46%。

图7: 2015年至2017年SHFE铜价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: 2015年至2017年锑白现货价格走势 (元/吨)



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

二、夯实白银主业，稳步布局全产业链

经过上市后的技术改造及近两年的收购，公司目前已基本形成富含银的铅精矿采选——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。公司今年完成定增募资11.9亿元，其中控股股东曹永贵先生出资2.8亿元，占募资总额的22.96%。本次定增将投资扩建白银生产线及新建二次锑回收项目，进一步扩大公司产能，巩固公司行业地位。

2.1 以银为本，产能扩张巩固龙头地位

公司上市时募投项目“白银技术升级技改工程”，利用公司在国家863计划的资助下自主研发的清洁“无砷炼银”新工艺技术，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2388千克、精铋1422吨、铅渣1466吨、粗锑白2768吨、碱式氯化铜154吨的生产能力。和原工艺相比，新技术拥有环境污染小、金属回收率高的优势。该项目已于2016年建成投产。

公司2016年白银实际产量为1020吨，2017年上半年产量为606吨，预计全年产量可达1200吨。现有产量依旧大幅超过设计产能，现有产能严重不足。

为打造以白银为核心的“全产业链+”发展模式，增强核心竞争力，2016年4月公司发布定增预案，拟投资建设“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”以及“国家级企业技术中心建设项目”。2016年11月9日，公司非公开发行股票的申请获得证监会发行审核委员会的审核通过。目前，非公开发行股票已经实施完毕，募集资金11.9亿元已经到账，其中控股股东曹永贵先生出资2.8亿元，占募资总额的22.96%。本次三大募投项目达产后，公司白银产能将大幅扩张，综合回收能力进一步增强，核心竞争力将得到实质性的提升。

“2000t/a高纯银清洁提取扩建项目”完工后，将现有600t/a白银生产线扩建至2000t/a，公司白银生产线处理阳极泥能力扩建为3万吨/年，白银产量规模将达2000吨/年。

根据公司2016年非公开发行股票预案，项目100%达产后预计实现年销售收入51.68亿元，年利润总额3.05亿元，年净利润2.60亿元，年投资利润率14.10%，税后财务内部收益率16.59%，税前投资回收期（含建设期）7.23年，税后投资回收期（含建设期）8.14年。

表1: 2000t/a 高纯银清洁提取扩建项目建成后主要产品指标

产品	单位	实现总产能	本项目新增产能
电银	吨	2,000.00	1,400.00
金锭	吨	5.20	3.64
海绵铂	千克	231.66	231.66
海绵钯	千克	490.05	490.05
高锑烟灰	吨	20,876.00	14,613.20
铜、铋、铅、锡、碲等渣料	吨	12,087.52	8,461.27

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

“国家级企业技术中心建设项目”虽然不涉及具体的工业化产品，不产生直接财务效益，但本项目的成功实施将加强公司在综合回收生产工艺、白银深加工工艺等技术的研究，同时进行新产品、新技术以及人才储备，尤其是新型储能材料的研究开发，构建公司研究开发高新技术平台，提升公司的核心价值和核心竞争力。

2.2 上游收购矿山，原料自给才是硬道理

为打造“全产业链”布局，公司在上游资源端收购金和矿业66%股权和俊龙矿业100%股权，提高公司铅锌银等金属资源储量，未来目标实现30-50%的矿石自给率，同时极大提高公司抗风险能力和可持续发展潜力。

金和矿业在拉萨地区拥有优质铅锌矿产资源，是一家集采矿、选矿为一体的现代化矿业企业。其拥有帮浦矿区东段铅锌矿采矿权，采矿规模为10万吨/年，已建成一座日处理原矿800吨左右的唐加选矿厂。公司拟在收购后对已有产能实施技改，预计在2017年至2019年分别达到15、20、25万吨/年的采矿规模。

金和矿业的优势在于，其矿产资源主要是以铅锌为主的多金属共生矿，同时含银，综合回收价值高。金和矿业主要产品为铅精矿（含银）、锌精矿，下游客户为铅、锌等冶炼企业，在国民经济和社会各方面使用量相对较多、使用范围较广。此外，金和矿业现有矿区内延伸的矿脉、矿带尚有较大的找矿潜力，潜在开发价值较高。

近年来金和矿业的盈利能力较为稳定，持续盈利的业绩表现反映出其采选产业链的高效运营和对矿区资源的充分利用。随着技改扩产项目的建成达产和矿脉延伸潜力的开发，金和矿业具有良好的发展前景和较高的潜在开发价值，其承诺标的公司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、9,566.23万元和20,800.45万元。所以，对金和矿业的收购有助于改善公司经营状况和持续盈利能力，进而提升公司价值和股东回报。

表2：2013-2015年金和矿业铅锌矿石及精矿开采、产销量情况

	2013 年度		2014 年度		2015 年度	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
铅锌矿石（吨）	103766.29	-	87788.71	-	94091.75	-
铅（吨）	6770.04	6770.04	7875.69	7810.93	8420.28	8320.95
锌（吨）	2306.03	2153.57	2257.40	2107.48	2563.95	2805.7
银（千克）	9709.48	9709.48	10557.54	10459.33	14951.00	12702.80

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表3: 金和矿业矿石及金属储量

矿山	矿权	种类	储量	品位
		矿石资源 (万吨)	607.25	-
帮浦矿区东段铅锌矿	采矿权	铅 (万吨)	53.09	8.74%
		锌 (万吨)	15.74	2.59%
		银 (吨)	862.28	142g/t
		铜 (万吨)	1.93	0.32%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

俊龙矿业与金和矿业地理位置紧密相连,属于同一个矿脉,预期将与金和矿业公司形成互补,发挥规模优势和协同效应。俊龙矿业拥有笛给铅矿区铅多金属矿详查探矿权和邦达铜矿普查探矿权。预计在2018年6月30日前取得采矿权,2019年6月开始生产,2019年-2021年开采矿石能力分别达到11、15、20万吨/年,2022年及以后到达设计产能,即每年开采矿石达25万吨。以现有探明的储量计算,预计可以开采15年。

表4: 俊龙矿业矿石及金属储量

矿山	矿权	种类	储量	品位
		矿石资源 (万吨)	369.71	-
笛给铅多金属矿	探矿权	铅 (万吨)	43.18	11.68%
		锌 (万吨)	2.45	0.66%
		银 (吨)	376.11	101.73g/t
邦达铜矿	探矿权	-	-	-

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2.3 下游拓展深加工及相关产业,提升产品附加值

白银系列产品精深加工项目“中国银都——金贵白银城”是在公司原有白银提取冶炼项目基础上发展的白银产品深加工及白银主题工业旅游项目。该项目建设内容包括新建银粉、银浆、银触点、银镜以及白银工艺品的生产车间,对整个园区进行整体环境景观提升和与白银主题文化相协调的建筑外观风貌改造,对园区内的道路交通、管线工程、停车场等配套设施进行升级改造以适应工业旅游的需求。

作为公司发展战略的重要组成部分,该项目有利于提升公司白银深加工处理能力,最大限度地延长白银生产产业链;在高档首饰用银合金、高密度银粉及银浆等多个银工业产品点上弥补国内空白;开辟从白银提取冶炼、提纯到深加工工业旅游,从文化层次开发白银的内在价值,提升公司的品牌形象。

该项目预计2017年内可建成。据公司2015年变更募集资金用途公告,该项目投产运营后五年可实现年均收入23.11亿元,年均净利润为4420.14万元;全部投资所得税后财务内部收益率32%,所得税后全部投资回收期8年。

2.4 接入互联网，开拓新经营模式

应对当前大数据时代下的形势变化和市场动态，公司成立了全资子公司——湖南金福银贵信息科技有限公司，创建“找金银网”，构建 PC 商城、移动商城、APP 商城、微信商城和智慧物联五网合一的运营模式，作为“全产业链+互联网”的重要环节，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。

2016年6月2日公告披露，金福银贵公司“郴州稀贵金属检测综合服务平台建设”取得中国农业发展银行项目专项建设基金6800万元的资金支持，投资期为15年，投资年化收益率为1.2%。增资完成后，金福银贵公司注册资本由原8000万元增加至14800万元，农发基金拥有金福银贵公司45.95%的股权。农发基金投资入股金福银贵公司，有利于加快公司相关项目实施进度，降低资金成本，进而提高公司整体效益。

三、环保政策力度空前，循环经济显优势

3.1 大力建设循环经济，资源利用充分高效

公司拥有行业领先的综合回收能力和较完整的循环产业链条，是国内少有的拥有从铅冶炼到有色金属综合回收利用的完整产业循环，实现了包括银、铜、铅、镉、锌、铟、硫等有价值元素的全面综合回收。公司现在的综合回收率分别为：银99.5%，铅98%，硫97%，铟80%以上，镉85%，公司的综合回收利用水平在国内遥遥领先。公司的白银生产技术、工艺水平、产品质量在国内外同行业均处于领先地位。白银质量稳定在国家1#银标准，纯度达99.995%。

公司在2014年和2016年分别募投了“5万吨/年铅冰铜渣资源综合利用项目”和“3万吨/年二次镉资源综合利用项目”，两者均是公司在节能减排、发展循环经济过程中的重要项目。这两个项目以及高纯银生产项目的原料均有一部分来自公司的“10万吨铅富氧底吹项目”，不足的部分以外购来补足。公司外购原料不仅能满足公司自身生产所需，也避免了其他公司生产过程中对原料利用不充分产生的资源浪费。

“5万吨/年铅冰铜渣资源综合利用”项目已完工投产，项目投资1.81亿元，经过多年的攻关改进，项目的生产工艺为公司自主研发全球首创的“氧压酸浸——旋流电解”新工艺。该项目的生产能力如下：

表5: “5万吨/年铅冰铜渣资源综合利用”生产能力

产品名称	产品产量	产品质量	
主产品			
阳极铜	13051.185 吨	Cu99.99%	-
副产品			
粗铅	6688.85 吨	Pb95.01%	Ag551g/t
硒富集渣	1647.75 吨	Se12.37%	-
铁铅银渣	17590.81 吨	Pb37.46%	Ag233g/t
碲渣	358.38 吨	Te47.267%	-
硫酸钙	37127.55 吨	-	-

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

本项目处理原料为低品位铅冰铜、高铜铅渣和反射炉冰铜, 处理量为: 低品位铅冰铜15000t/a、高铜铅渣10000t/a、反射炉冰铜25000t/a。公司建成的“10 万吨铅富氧底吹项目”每年将产生低品位铅冰铜15000吨、高铜铅渣10000吨、反射炉冰铜5000吨等, 正好匹配铅冰铜项目, 并且可以消化市场上20000吨左右的反射炉冰铜。

据公司14年招股说明书, 本项目年利润总额9790.69 万元, 年税后净利润7343.02 万元。项目目前总投资为1.81亿元, 已于今年4月份投产, 约在2020年完成投资回收, 对公司未来盈利有较好的推动作用。

“3万吨/年二次锑资源综合利用项目”目前已完成定增募资, 该项目拟通过公司高纯银清洁提取和铅冶炼产生的烟灰及渣料回收多种有价金属资源, 该项目建成后的主要产品如下:

表6: “3万吨/年二次锑资源综合利用项目”主要产品指标

综合回收产品	单位	本项目产量
锑白	吨	3592
焦锑酸钠	吨	8108
铋锭	吨	1400
铜锭	吨	500
铅锭	吨	4000
碲锭	吨	20
海绵铂	千克	50
海棉钯	千克	20
锡锭	吨	600

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司“2000t/a高纯银清洁提取扩建项目”建成后, 每年可产出高锑烟尘20876吨作为二次锑资源综合利用项目的原料, 不足部分直接对外采购。

据公司2016年非公开发行股票预案, 本项目100%达产后, 预计实现年销售收入5.14亿元, 年利润总额5631.04万元, 年净利润4786.38万元, 年投资利润率14.70%, 税后财务内部收益率16.28%, 税前投资回收期(含建设期)6.84年, 税后投资回收期(含建设期)7.58年。

3.2 环保投入高，发展可持续

公司认真贯彻执行国家和地方有关环保的法规和政策，在项目投资建设时就根据生产经营规模配套设计了相应的环保设施。公司上市时已配套的环保设施如下：

表7：公司配套环保设施

名称	种类	产生途径	配套环保设施	
			名称	处理能力
固体废物及废渣	含铜废物	冶炼过程产生	富集炉	18000 吨/年
	含砷废物	污酸处理产生	渣场	50000 吨
	含铅废物	冶炼过程产生	底吹炉	200000 吨/年
废水	废水	冶炼过程产生	废水处理系统	192 万吨/年
	污酸	制酸过程产生	污酸处理系统	100000 吨/年
废气	烟气	冶炼过程产生	表面冷却器+布袋收尘器收尘+脱硫塔	1314000 万标立方米/年

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司2012年产生含铜废物3220吨，含砷废物4696吨，含铅废物21586吨，废水39.6万吨，污酸3.15万吨和烟气32.04亿标立方米，均在环保设施的处理容量内。2012年公司共生产铅7.08万吨，银334吨，2016年公司共生产铅10.96万吨，银1020吨，按比例估算，公司2016年产生的废物仍然在环保设施的容量范围内。并且，公司募投项目均与废物处理和再利用有关。公司IPO募投项目“白银技术升级技改工程”利用公司开发的“无砷炼银”技术，对阳极泥中的砷进行分离，并将其制成臭葱石，有效消除了公司现有银冶炼过程中的砷污染。公司募投的另一项目“铅冰铜渣资源综合利用项目”对公司冶炼过程中产生的含铜废渣进行再利用。2016年新募投项目“二次锑资源综合利用项目”则是对公司冶炼中产生的废渣和烟气进行回收再利用。

公司通过新技术的投产对冶炼过程中产生的废物进行再利用，一是可以有效减轻环保设施的负担，二是对原料中不计价的金属进行回收，创造更多的收益，三是有效减少废物中有毒有害成分的含量，做到少排放甚至零排放。

3.3 环保趋严环境下，技术龙头优势尽显

2017年，国内环保力度空前，先是第三批环保督察组进驻天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州，再是第四批环保督察组进驻四川、吉林、浙江、山东、海南、西藏、青海、新疆，接下来中央又要派出102个巡查工作组进驻京津冀大气污染传输通道的“2+26”所有城市。

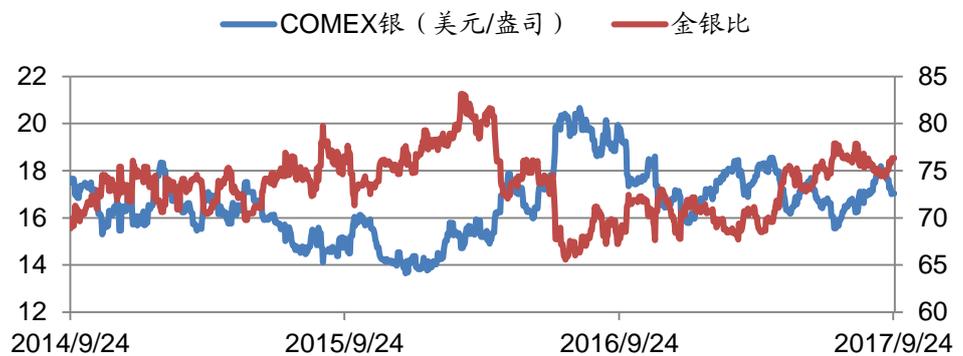
公司位于湖南省郴州市，湖南同时是精铅生产大省和铅精矿生产大省，精铅和铅精矿产量分别占全国的17.1%和14.7%。上半年受环保督查影响，国内中小型矿山和冶炼厂均受不同程度的影响。公司凭借自身优良的生产技术以及完善的环保设施，上半年保持生产，白银产量实现了20%的增长。经过环保行动的整治，小型冶炼厂和环保不达标的冶炼厂关停，有色金属冶炼产业的集中度将会得到大幅提高，合规的规模冶炼厂原料供给将会得到改善，有利于公司的发展。

四、行业复苏，盈利能力大增

4.1 市场回暖，银价回归上行通道

2016年以来，全球资本市场波动剧烈，提升市场避险需求；通胀预期利多贵金属；COMEX黄金价格和白银价格均呈上涨，以黄金为代表的贵金属迎来反弹良机。

图9：COMEX白银期货价格（美元/盎司）与金银比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

全球经济下行风险加大，金融市场动荡加剧。长期来看，美国经济在全球占比下行有助于白银趋势性走强。贵金属在美元指数升值或贬值时表现出的价格弹性并不对称：美元升值贵金属相对美元贬值幅度小；美元贬值贵金属相对美元升值幅度大。就美国自身而言，由于当前市场已预支、高估了特朗普财政刺激的正面效用，而对政策落空准备不足。一旦特朗普政府政策效果不及市场预期，则此前市场看多美元的逻辑不复存在，阶段性给予美元贬值压力，利多贵金属。外部刺激主要来自欧洲。若欧洲的政治、经济风险足以动摇美联储的加息路径，使得美联储观望事态进展而暂缓加息，则美元失去持续升值的驱动力，利多贵金属。

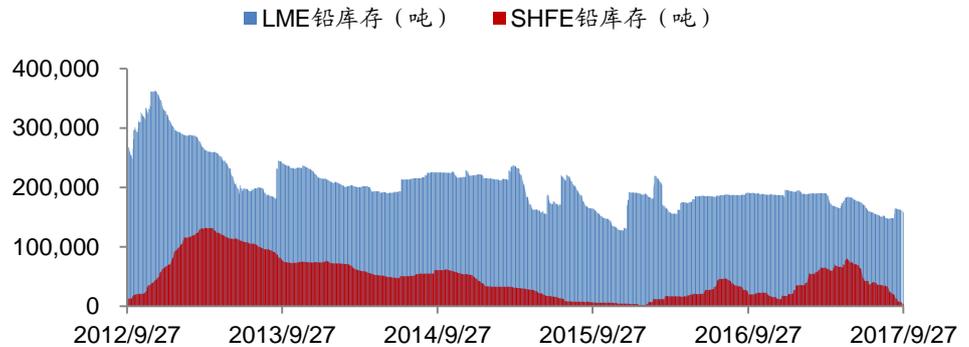
通胀预期与保值需求：近年由于全球通货膨胀，使得白银投资需求上升迅速，进而使得白银总需求保持在一定的水平。短期内美国财政扩张主张和油价回升可能提升通胀预期，造成美元实际收益率下行，给予美元贬值压力，利多贵金属。

金银比：白银的商品属性均显著高于黄金，当通胀走高时白银涨幅往往高于黄金，金银比走低；通胀下行时白银跌幅也大概率高于黄金，金银比走高。有鉴于此，若白银走势反映的是通胀逻辑，意味着白银走高时金银比走低，白银走低时金银比走高；若白银走势仅仅受避险驱动，大概率下白银走高过程伴随着金银比的升高。

由近两年的银价和金银比走势来看，影响银价较大的是银的商品属性，说明受经济回暖的影响，白银的市场的需求有所转暖。

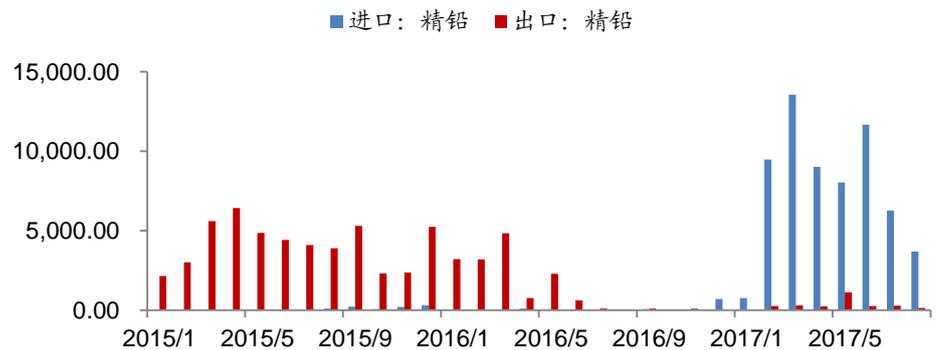
国内铅供给受到环保导致的供给侧结构改革，供给呈偏紧状态。国内期铅库存降到近两年最低点，精铅进口量较去年同期大幅增长，从15年的净出口转为净进口。

图10: LME及SHFE期铅库存



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图11: 国内精铅进出口数量 (吨)

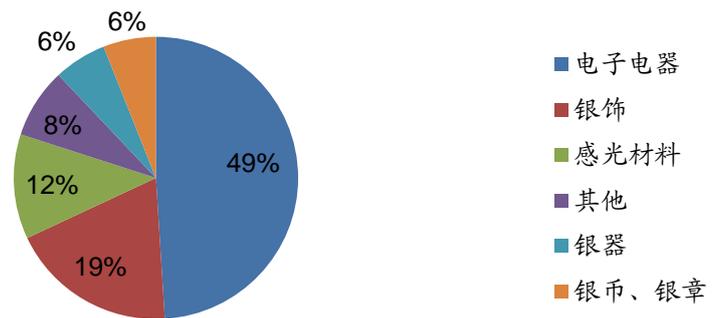


数据来源: 海关总署、Wind、广发证券发展研究中心

4.2 金融与工业属性并存，银市场机会多

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。

图12: 全球白银消费结构



数据来源: 世界白银协会、广发证券发展研究中心

银和金有相似的特点, 拥有极好的反射性和抛光性。自十四世纪以来, 纯度为92.5%的纯银就是制作银器的标准材料, 尤其是作为制造餐具的材料。银首饰在发展中国家仍有广阔的市场, 银餐具备受家庭欢迎。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。

在所有金属中, 白银具有最好的电传导性和热传导性, 因此广泛应用于电气产品中, 尤其是用于导体、开关、触点、保险丝和厚膜浆料等。电子电器产业现在是白银消费量最大的产业。随着电子产品在全球的普及, 白银消费也会得到带动。

白银以其抗菌特性长期应用于疾病治疗领域。由于市场对新技术有一定的接纳时间, 白银目前在这些医疗领域的应用数量并不算广泛, 但是前景仍被看好。

光伏产业为近年来新增的白银工业应用。光伏电池主要分为厚膜和薄膜两类, 厚膜占据了白银在该领域的主要需求, 约占80%; 薄膜中白银的使用量较少, 但目前正在逐渐增加。

卤化银感光材料曾是用银量最大的领域之一, 摄影过程中大量使用卤化银感光材料。目前生产和销售量最大的几种感光材料是摄影胶卷、相纸、医用X光胶片、工业用X光胶片等。近年来, 由于数码技术的广泛应用, 该领域的白银需求呈大幅下降趋势。

总的看来, 电子电器产业及光伏产业是银消费未来有力的增长点, 而感光材料对银的需求经过数码相机的普及已经降到低点, 未来下降空间有限。

4.3 公司是国内白银龙头, 盈利能力显著上升

公司与国内几家白银产量最高的公司对比后可以看出, 公司在白银生产方面已经超越豫光金铅成为国内银产量最大的上市公司。凭借产能优势, 在价格上涨时, 公司受益更多。同时, 借助于成本控制和铅价上涨, 公司原本作为原料来源的电解铅业务也由亏损转为盈利。

相比豫光金铅, 两者虽均为有色金属冶炼企业, 豫光金铅专注于铅冶炼及回收, 银为副产物, 而公司专注于银的冶炼, 铅为副产物, 同时回收多种有价金属。在业务发展方面, 豫光金铅抓住国内环保行动推动的供给侧结构改革, 专注于布局再生

铅回收体系，扩大再生铅产能，致力于铅冶炼业务的扩张；公司扩大自身白银产能的同时，发展多种金属的回收利用体系，同时向上游矿山及下游深加工业务拓展。相比而言，公司未来的优势体现在冶炼产物的循环利用、产品深加工的附加值提升以及上游矿山的高利润率上。全产业链发展战略在帮助公司提升盈利能力的同时，也提高了公司对有色金属价格下跌的抗性，有利于公司稳定发展。

表8：公司与国内其它上市公司白银产量（吨）对比

公司	2014	2015	2016
金贵银业	615	851	1020
豫光金铅	654	709	792
江西铜业	567	571	570
恒邦股份	375	395	545
云南铜业	451	458	516
铜陵有色	441	395	398
株冶集团	208	231	230

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表9：同行业公司估值比较

	评级	股价/元	EPS (元)			PE (倍)			PB
		9月28日	17E	18E	19E	17E	18E	19E	二季度末
金贵银业	买入	19.18	0.57	0.73	1.04	33.55	26.45	18.49	3.17
豫光金铅	买入	8.02	0.19	0.26	0.33	43.29	30.48	24.64	2.63

数据来源：公司财务报告,广发证券发展研究中心

五、给予“买入”评级

公司主要业务为有色金属冶炼及综合回收。公司以从富含银的铅精矿及铅冶炼废渣废液中综合回收白银为主业，同时回收铅、金、铋、锑、锌、铜、铟等多种有色金属。随着公司不断扩建已有生产线，白银生产能力有望于2018年达到2000吨/年，成为当之无愧的国内白银冶炼龙头企业。同时公司积极拓展业务，开拓了包括上游的矿山，下游的白银深加工，以及多种有色金属的综合回收项目。未来两年公司投资项目的产能将逐渐释放，加上有色金属行情高企，公司盈利能力将得到大幅提升。

(1) 公司高纯银生产线扩建项目资金已到位，由公司上半年白银产量来看，该项目目前已经实施约40%，公司产能已达1200吨/年，以白银现价计算，2017年公司白银的营业收入可达52.2亿元，算上黄金等综合回收产品，营业收入为56.3亿元。扩建项目建设期为1年，预计18年建设完成，19年有望达到设计规模，公司白银年产量将提升至2000吨，同时黄金等综合回收产品产量也将相应提升。

(2) 公司的综合回收项目主要从冶炼渣料中提取有价金属，目前已有铅冰铜项目投产，预计17年下半年可达产，18年满产后预计年营业收入可达7.72亿元，毛利9790万元。二次锑项目预计18年投产，当年产能60%，2020年达产，达产后

预计年收入 6.19 亿元，毛利 9492 万元。

(3) 公司收购的金和矿业目前已投产，2017 年产量为 15 万吨，2019 年达到 25 万吨。达产后，公司的权益收入可达 3.32 亿元，毛利 2.37 亿元。俊龙矿业预计 2018 年取得采矿权，2019 年投产。投产当年产能为 11 万吨，预计 19 年为公司带来收入 2.02 亿元，毛利 1.46 亿元。全部达产后，公司铅矿石自给率可达 34%。

预计公司 17-19 年 EPS 为 0.57、0.73、1.04 元，按最新收盘价对应 PE 为 33.55 倍、26.45 倍、18.49 倍，公司未来盈利增长可期，给予“买入”评级。

表10: 公司业绩对铅、银价格的弹性

	现价			铅、银价各涨 5%			铅、银价各涨 10%			铅、银价各涨 20%		
	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E
净利润 (百万元)	323.0	409.7	586.0	346.3	439.9	627.4	369.7	470.2	668.8	416.3	530.7	751.6
EPS (元/股)	0.57	0.73	1.04	0.61	0.78	1.11	0.65	0.83	1.18	0.74	0.94	1.33
PE (倍)	33.55	26.45	18.49	31.29	24.63	17.27	29.32	23.05	16.20	26.03	20.42	14.42

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表11: 公司2017-2019年各项业务盈利预测(百万元)

业务		核心假设	15A	16A	17E	18E	19E
未来产品价格均以当前价格计算							
核心业务	铅富氧底吹项目	17 年增速不高是因为上半年检修影响生产	1091.0	1301.7	1598.1	1903.7	1903.7
	高纯银生产线	18 年扩建项目完成, 19 年产能完全释放	3200.5	5004.7	5632.3	6465.2	7258.7
综合回收业务	铅冰铜渣资源综合利用项目	16 年已投产, 17 年产能 80%, 18 年达产			617.9	772.4	772.4
	二次锑资源综合利用项目	18 年 6 月投产, 19 年产能 80%				428.2	571.0
收入	渣料	随白银产量同比增长	81.7	80.6	142.6	189.6	237.1
	深加工业务	白银城项目				1848.8	2311.0
	硝酸银	假设未来产量稳定	113.3	164.2	168.8	168.8	168.8
矿山业务	金和矿业	17-19 年产能分别达到 15、20、25 万吨/年			199.4	265.9	332.4
	俊龙矿业	19 年投产, 当年产能 11 万吨, 22 年达产					201.6
其他业务	贸易	假设未来贸易业务稳定	1302.3	1301.1	1520.2	1520.2	1520.2
	总计		5788.8	7852.3	9879.3	13562.8	15276.7

核心业务	铅富氧底吹项目	单位生产成本与铅价、银价成正比，预测年份的单位成本由17年上半	1147.8	1263.1	1324.3	1577.6	1577.6
	高纯银生产线		2709.3	4480.7	5339.4	6124.4	6871.9
综合回收业务	铅冰铜渣资源综合利用项目	根据公司招股说明书及16年定增预案测算的营业收入及利润总额，作差得出满产的营业成本			539.6	674.5	674.5
	二次锑资源综合利用项目					371.3	495.0
成本	渣料		54.7	61.4	104.5	139.0	173.8
深加工业	白银城项目	以公司15年项目公告给出的营业收入及利润总额的差值作为满产后的营业成本				1798.9	2248.6
	硝酸银		100.4	134.9	157.2	157.2	157.2
矿山业务	金和矿业	根据公司收购公告给出的吨完全成本乘以矿石产量计算总成本			56.9	75.9	94.9
	俊龙矿业						55.4
其他业务	贸易		1307.5	1263.7	1444.8	1444.8	1444.8
	总计		5319.7	7203.8	8966.8	12363.5	13793.6
核心业务	铅富氧底吹项目		-56.8	38.7	273.8	326.1	326.1
	高纯银生产线		491.2	524.0	292.9	340.7	386.7
综合回收业务	铅冰铜渣资源综合利用项目				78.3	97.9	97.9
	二次锑资源综合利用项目					57.0	75.9
毛利	渣料	毛利=收入-成本	27.0	19.2	38.1	50.6	63.3
深加工业	白银城项目					49.9	62.4
	硝酸银		12.9	29.3	11.6	11.6	11.6
矿山业务	金和矿业				142.5	190.0	237.5
	俊龙矿业						146.2
其他业务	贸易		-5.2	37.4	75.4	75.4	75.4
	总计		469.1	648.5	912.6	1199.2	1483.1
核心业务	铅富氧底吹项目		-5.2%	3.0%	17.1%	17.1%	17.1%
	高纯银生产线		15.3%	10.5%	5.3%	5.3%	5.3%
综合回收业务	铅冰铜渣资源综合利用项目				12.7%	12.7%	12.7%
	二次锑资源综合利用项目	毛利率=毛利/收入				13.3%	13.3%
毛利	渣料		33.1%	23.8%	26.7%	26.7%	26.7%
深加工业	白银城项目					2.7%	2.7%
	硝酸银		11.4%	17.8%	6.9%	6.9%	6.9%

矿山业务	金和矿业			71.5%	71.5%	71.5%
	俊龙矿业					72.5%
其他业务	贸易	-0.4%	2.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	总计	8.1%	8.3%	9.2%	8.8%	9.7%
净利		117.8	144.5	323.0	409.7	586.0

数据来源：Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

六、风险提示

有色金属价格波动；项目进度不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
流动资产	5,071	5,817	6,018	8,170	9,602
货币资金	1,174	1,379	523	784	1,289
应收及预付	574	700	887	1,207	1,354
存货	3,193	3,601	4,608	6,179	6,959
其他流动资产	130	137	0	0	0
非流动资产	1,113	1,983	2,375	2,848	3,328
长期股权投资	0	9	9	9	9
固定资产	857	986	1,045	1,088	1,122
在建工程	21	148	207	275	351
无形资产	217	808	1,114	1,475	1,846
其他长期资产	18	32	0	0	0
资产总计	6,184	7,800	8,393	11,018	12,930
流动负债	3,224	3,219	3,831	6,039	7,369
短期借款	951	844	1,045	1,296	1,656
应付及预收	1,636	1,460	2,391	3,819	4,457
其他流动负债	637	914	395	924	1,256
非流动负债	994	2,236	1,907	1,907	1,907
长期借款	98	618	618	618	618
应付债券	695	1,289	1,289	1,289	1,289
其他非流动负债	201	329	0	0	0
负债合计	4,218	5,455	5,738	7,946	9,276
股本	503	503	565	565	565
资本公积	521	521	459	459	459
留存收益	899	1,018	1,341	1,751	2,337
归属母公司股东权益	1,966	2,100	2,423	2,832	3,418
少数股东权益	0	245	243	240	236
负债和股东权益	6,184	7,800	8,404	11,018	12,930

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	496	0	204	-672	97
净利润	118	143	321	407	581
折旧摊销	64	93	103	119	136
营运资金变动	101	-485	-203	-1,162	-588
其它	213	250	-17	-35	-32
投资活动现金流	-236	-483	-479	-557	-584
资本支出	-235	-298	-483	-562	-589
投资变动	0	-215	4	5	5
其他	-2	30	0	0	0
筹资活动现金流	-143	457	-1,104	706	-297
银行借款	2,062	2,198	75	706	-297
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-2,205	-1,741	-1,179	0	0
现金净增加额	116	-25	-1,379	-523	-784
期初现金余额	943	1,174	1,379	523	784
期末现金余额	1,060	1,148	0	0	0

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	34.7%	35.6%	25.8%	37.3%	12.6%
营业利润增长	-51.8%	339.2	120.0	27.0%	48.3%
归属母公司净利润增	0.4%	22.7%	123.5	26.8%	43.1%
获利能力(%)					
毛利率	8.1%	8.3%	9.2%	8.8%	9.7%
净利率	2.0%	1.8%	3.2%	3.0%	3.8%
ROE	6.0%	6.9%	13.3%	14.5%	17.1%
ROIC	8.8%	9.6%	9.2%	11.0%	12.9%
偿债能力					
资产负债率(%)	68.2%	69.9%	63.6%	59.8%	55.4%
净负债比率	60.6%	94.2%	79.4%	52.4%	32.4%
流动比率	1.57	1.81	1.76	1.99	2.13
速动比率	0.42	0.50	0.17	0.22	0.31
营运能力					
总资产周转率	0.98	1.12	1.22	1.40	1.28
应收账款周转率	7172.2	5147.7	5682.3	5492.2	5554.1
存货周转率	1.67	2.12	1.95	2.00	1.98
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.29	0.57	0.73	1.04
每股经营现金流	0.99	0.00	0.36	-1.19	0.17
每股净资产	3.91	4.17	4.29	5.01	6.05
估值比率					
P/E	50.2	80.6	33.6	26.5	18.5
P/B	3.0	5.5	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	23.6	27.0	19.9	15.2	11.3

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5789	7852	9879	13563	15277
营业成本	5320	7204	8967	12364	13794
营业税金及附加	14	21	26	36	40
销售费用	4	7	8	12	13
管理费用	214	200	316	416	462
财务费用	198	286	242	329	362
资产减值损失	5	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资净收益	-1	10	4	5	5
营业利润	34	147	324	412	611
营业外收入	81	36	52	51	49
营业外支出	1	35	19	21	23
利润总额	113	148	358	442	638
所得税	-5	5	37	35	56
净利润	118	143	321	407	581
少数股东损益	0	-2	-2	-3	-5
归属母公司净利润	118	145	323	410	586
EBITDA	302	513	666	855	1104
EPS(元)	0.23	0.29	0.57	0.73	1.04

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	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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。