

金贵银业 (002716.SZ) 有色金属行业

新股研究

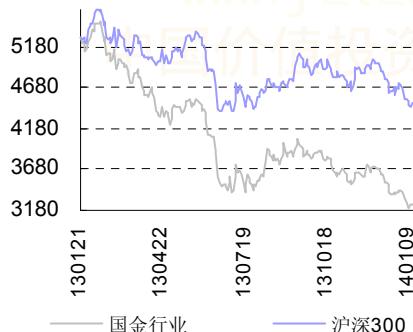
上市定价(人民币): 14.35元

资源再利用清洁环保冶炼企业

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	14.35
发行A股数量(百万股)	57.19
总股本(百万股)	228.77
国金有色金属指数	3179.68
沪深300指数	2165.99
中小板指数	5957.63



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.822	0.748	0.663	0.742	0.926
每股净资产(元)	4.11	5.11	5.97	6.62	7.82
每股经营性现金流(元)	-0.79	-1.10	-2.27	1.89	-0.97
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	16.10	22.04	15.23	14.36	14.36
净利润增长率(%)	47.33%	-9.01%	-11.31%	11.91%	24.71%
净资产收益率(%)	26.00%	18.99%	14.42%	14.57%	15.38%
总股本(百万股)	228.77	228.77	228.77	228.77	228.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

公司概况

- **有色冶炼企业必须走综合利用的清洁环保之路:** 面对不断压缩的盈利空间和越来越严格的环保审查,无论是主观上还是客观上,有色冶炼行业的未来在于依靠科技进步,通过研发新技术、新工艺和新装备走循环经济和绿色经济的发展之路。具体来说,就是要降低单位能耗、发展清洁冶炼技术、提高资源综合回收和利用效率,并且向产业链下游延伸从而提高产品附加值。而金贵银业就是这样的一家代表公司。
- **白银清洁冶炼龙头:** 公司以白银冶炼为核心,拥有自主研发的白银精炼核心生产线和一条完整清洁的白银冶炼产业链。公司已经投产的“10万吨铅富氧底吹项目”配以三大募投项目,打造了一条清洁的白银冶炼产业链,在降低单位能耗和减少环境污染的同时,公司产品的单位能耗远低于行业平均水平,而资源回收利用率和产品品质却能够显著高于行业标准。由于取得了良好的经济效益。
- **资源综合回收利用的高技术企业:** 公司自2007年开始,围绕多金属综合利用公司累计研发了57项专利技术,其中包括37项发明专利。如高砷铅阳极泥脱砷技术,解决了传统工艺脱砷过程中铋、铜、碲等有价金属的挥发浪费,大幅度提高了银冶炼过程中的资源综合回收利用率,同时烟尘中砷含量小于0.01%,取得了很好的环保效果。
- **白银深加工产品有望发力:** 我国白银的深加工产品大部分集中在首饰、银制器皿等附加值低的产品上。而附加值高的照相机高纯硝酸银、纳米银等生产技术基本被国外垄断。公司具备了AT纳米抗菌剂、高纯硝酸银和银基电触点等高附加值产品的生产能力,其中所生产的AT纳米抗菌剂产品的杀菌能力处于国际领先水平。

价值评估与投资建议

- 预计公司2013-2015年分别可实现净利润1.52亿元、1.70亿元、2.12亿元,摊薄后每股收益分别为0.66元、0.74元和0.93元。相对于传统的冶炼企业,公司由于综合利用和环保的特质,竞争力要高出一个层级,给予2014年20倍估值水平,合理价格价格为14.8元。

风险提示: 募投项目进展低于预期。

杨诚笑 分析师 SAC 执业编号: S1130511090003
(8621)60230238
yangchengxiao@gjzq.com.cn

有色金属冶炼企业必须走综合利用与清洁环保之路

- 有色金属行业“十二五规划”中指出，我国的矿产资源利用率低、冶炼能耗高、低端产品过剩以及环境污染严重是目前行业存在的最大问题。从企业层面讲，产能过剩导致的恶性竞争已经严重压缩了盈利空间，大部分企业在盈亏点上挣扎甚至亏损，由于产能退出在短时间内难以出现。因此，无论从企业本身还是客观环境都要求企业谋求新的出路。
- 面对不断压缩的盈利空间和越来越严格的环保审查，无论是主观上还是客观上，有色冶炼行业的未来在于依靠科技进步，通过研发新技术、新工艺和新装备走循环经济和绿色经济的发展之路。具体来说，就是要降低单位能耗、发展清洁冶炼技术、提高资源综合回收和利用效率，并且向产业链下游延伸从而提高产品附加值。而金贵银业就是这样的一家代表公司。

金贵银业：白银清洁冶炼、精深加工和资源综合回收利用代表

- 公司生产的主要原料包括铅精矿、铅阳极泥、粗银、粗铅和铅废渣等，最终产品主要包括白银、黄金、精铋、电解铅、阴极铜、白银制品以及其他综合回收产品。按照计划，在建工程项目完全投产以后，公司最终将会形成白银产量 600 吨/年、黄金 2400 公斤/年、铅 10 万吨/年、锌产量 2.5 万吨/年、铜 1.3 万吨/年以及碲 200 千克/日的生产规模。
- 生产所需的原材料基本上都是一些冶炼过程中的副产品，里面富含铅、银、金等有价金属，而这些原料的采购价格也是以这些有价金属的市场价格扣减一定的加工费用而形成的。与行业平均相比，公司的生产工艺先进，资源回收率高、环境污染少，属于产业升级及循环经济，受到了国家的鼓励。

图表 1：与普通冶炼企业相比公司竞争力高出一个层级

公司	项目	2009	2010	2011	2012	2013H1
金贵银业	白银毛利率	9.94%	20.16%	19.71%		
	铅毛利率	10.06%	5.55%	-0.80%		
	黄金毛利率	65.57%	59.45%	48.51%		
ST 株冶	白银毛利率	13.19%	29.87%			
	铅毛利率	10.21%	4.04%	0.50%	2.37%	5.53%
	黄金毛利率					
豫光金铅	白银毛利率	-0.24%	0.59%	8.15%	5.76%	-5.77%
	铅毛利率	-0.12%	1.38%	-3.74%	-0.80%	-5.10%

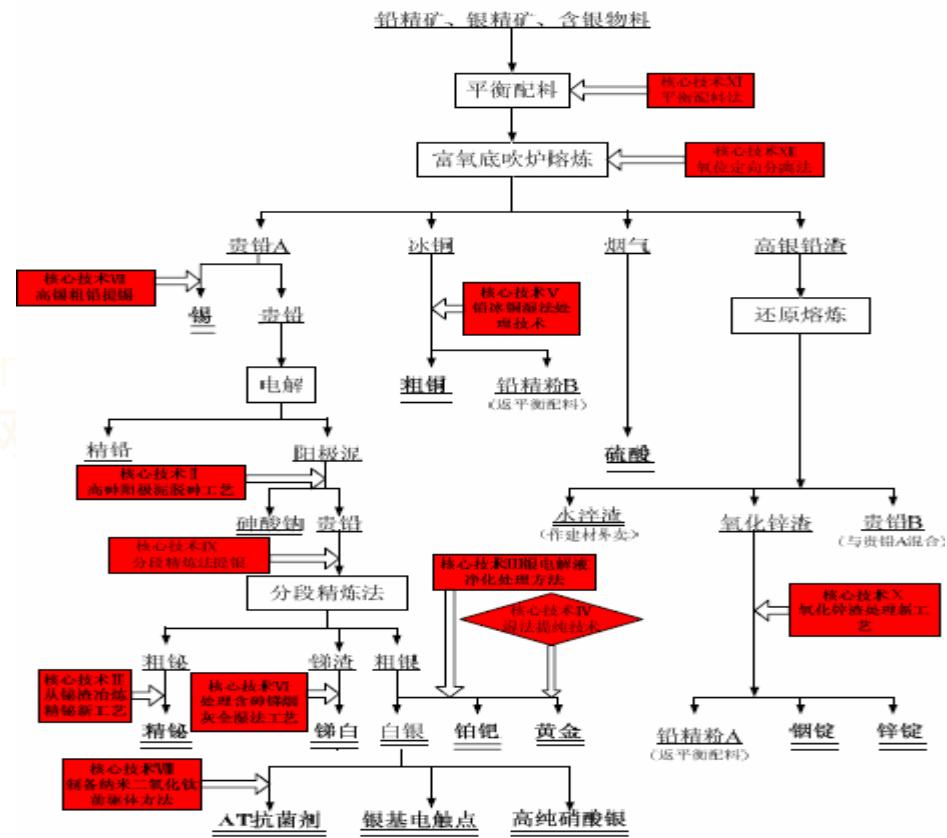
来源：国金证券研究所

公司历来非常重视科研投入和技术研发工作。自从 2007 年进军多金属综合利用技术研究领域起，公司的研发团队已经围绕主营业务累计研发了 20 项专利技术，其中包括 8 项发明专利。公司承担了国家 863 计划《多金属复杂高砷物料脱砷解毒及综合利用关键技术开发（2010AA065202）》课题研究，并在银冶炼业内率先成功研发出了清洁“无砷炼银”新工艺技术，经还原处理后的烟尘中砷含量小于 0.01%，含砷烟尘的产生量减少了 90%，同时大幅度提高了银冶炼过程中有价资源的综合回收利用率。

- 公司的核心项目——“10 万吨铅富氧底吹项目”已经在 2010 年完成建设，2011 年完全投产。这一项目是公司整个白银清洁冶炼工业体系的核

心，采用的是国际先进的 SKS 法。该方法的工艺流程为：熔剂、铅精矿或二次铅原料及铅烟尘经配料、制粒或混捏后进行氧气底吹熔炼，产出烟气、一次粗铅和铅氧化渣，烟气经余热锅炉回收余热和电收尘器收尘后采用二二吸工艺制酸，尾气排放，铅烟尘返回配料。铅氧化渣经铸块后与焦块、熔剂块混合后入鼓风炉进行还原熔炼，产出炉渣、烟气和粗铅，烟气经收尘后放空，铅烟尘返回配料。与传统方法相比，金贵银业采用 SKS 法的工艺优势有以下几点：

图表2：公司生产工艺流程示意图



来源：招股说明书申报稿 国金证券研究所

图表3：公司生产工艺的各项优势

生产成本低	SKS 法利用硫化铅精矿的氧化反应放出的热源进行自热熔炼，节约了 60 - 70% 的焦炭，并且将各项金属的回收率将提高 2 - 5%。综合来看，SKS 法电铅加工成本仅为 1,500 元/吨左右，而传统的烧结——鼓风炉法成本在 3,000 - 3,500 元/吨左右。
技术环保	经检测，氧气底吹炉出口废气含尘量<9.44mg/m³，其中铅及其化合物含量<1.59mg/ m³，硫酸尾气 SO2 含量<21mg/ m³，均远低于国家环保标准。
节能	综合回收高温烟气中的余热并大幅降低焦炭消耗，吨铅耗在 300 - 350 千克之间，粗铅单位产品综合能耗约 328 千克标准煤/吨粗铅，达到铅冶炼企业单位产品能源消耗限额的先进水平。
投资少	具有自主知识产权，主要设备结构简单、造价低，相同生产规模较基夫塞特流程投资可节省 40 - 60%。
生产成本低	氧气底吹熔炼生产过程简单，动力和焦炭消耗量少；生产效率高，人工费用低，和烧结机 - 鼓风炉流程相比，每吨粗铅生产成本降低约 10%。

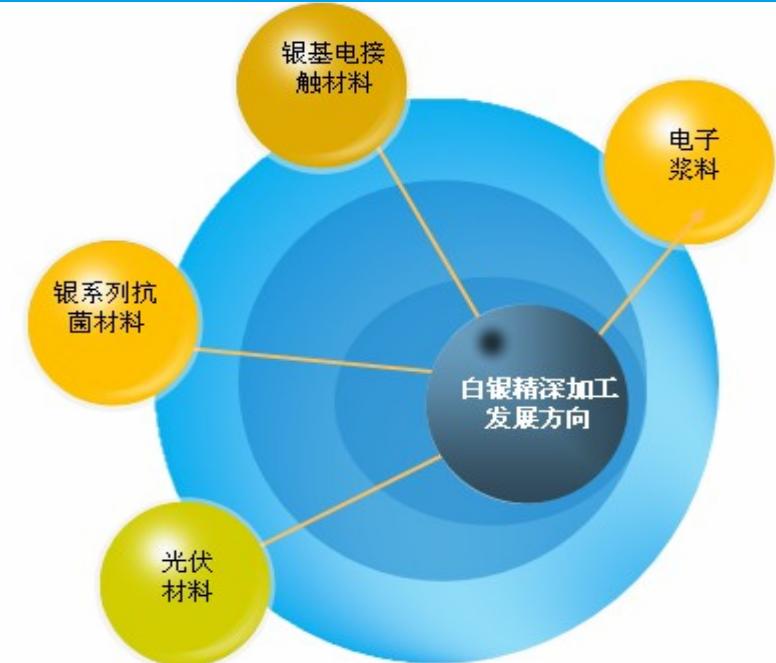
回收率高	铅总体回收率为 98%、硫总体回收率 96.69%、金入粗铅率 99%、银综合回收率 99.50%、铜回收率大于 80%、锑回收率为 85%，均高于国家一级标准
------	--

来源：招股说明书申报稿 国金证券研究所

白银精深加工将是主要增长点

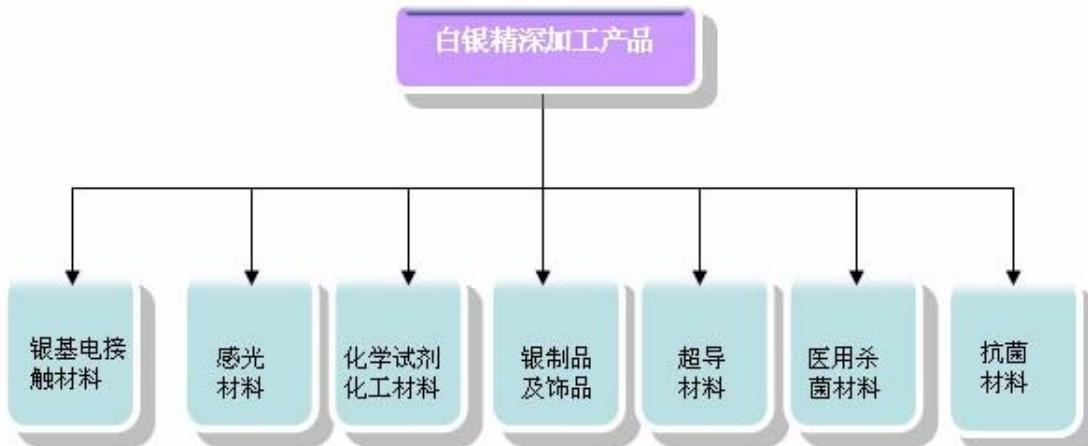
- 白银以其独特的物理性能，能够应用于电子电器材料、感光材料、化学化工材料和医用材料等工业领域。在中国的白银加工企业中，大部分都是以白银、首饰和银制器皿等低技术含量的产品为主，但是加工利润偏低。大部分精加工产品，例如照相级高纯硝酸银、纳米银等生产技术基本上被国外厂商所垄断，产品严重依赖于进口。这部分产品的销售单价较高，利润也相应较高。

图表4：白银的主要应用领域



来源：招股说明书申报稿 国金证券研究所

图表5：白银深加工产品分类



来源：招股说明书申报稿 国金证券研究所

- 公司深耕白银加工产业链，是国内的第二大白银产品制造商。目前已经具备 AT 纳米抗菌剂、高纯硝酸银和银基电触点等精加工产品的生产能力，其中 AT 纳米抗菌剂产品的杀菌能力处于国际领先水平。杀菌率达到 99.99%，最小抑菌浓度 100mg/L(远低于日本国家标准 800mg/L)。
- 从下表中可以看出，受限于原有白银的产能不足，大大制约了公司的盈利水平，公司拟募投项目——600 吨白银技术升级技改工程在 2012 年完工以后，并且在 2013 年计划继续扩大产能并将产量提升至 1000 吨，由此预期公司业绩有望得到明显提升。

图表6：公司近年白银产能利用情况

白银产品	2009	2010	2011	2012	2013E
产能：吨	20.0	20.0	20.0	600	1000
产量：吨	11.6	18.1	24.7	550	1000

来源：招股说明书申报稿 国金证券研究所

募投项目进一步提升综合利用能力

■ (1) 白银技术升级技改工程项目

项目拟投资 27,461.40 万元，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，大约花费 22 个月能够正式投入使用。主料为铅阳极泥 10000 吨，其中 6000 吨自产、4000 吨外购，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 吨的产能，同时淘汰现有的年产白银 200 吨的生产线。目前项目已经投产，而且公司计划在 2013 年将产能扩至大约 1000 吨/年。

■ (2) 铅冰铜渣综合利用项目

项目拟投资 17,347.30 万元，利用“火法富集—纯碱加压浸出—硫酸常压浸出”新工艺处理铅冰铜，最终形成生产能力为年处理铅冰铜 50,000 吨（外购 20,000 吨，其余自产）、年产电解极铜 13,051.19 吨，同时综合回收粗铅、硒富集渣、铁铅银渣、碲渣和硫酸钙等有价金属。由于本次募集资金到位进度晚于预期，上述项目实施进度相应顺延。

■ (3) 氧化锌烟灰资源利用项目

项目拟投资 24,159.20 万元，采用自主技术处理氧化锌烟尘，最终形成生产能力为年处理氧化锌烟尘 50000 吨，同时伴有铅精粉（含金、银和铅）、铜精矿、粗镉和精铟等副产品，且锌纯度大于 99.998%，品质优于国标 0# 锌。

■ (4) 日提炼碲 200 千克金属碲生产线

金贵银业在 2012 年 7 月投资 100 万元，建设完善了一条可从碲渣中提炼碲的生产线，目前拥有日提炼碲 200 千克金属碲的产能，预计每年贡献收益超过 3000 万元人民币。

盈利预测和上市定价

预计公司 2013-2015 年分别可实现净利润 1.52 亿元、1.70 亿元、2.12 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.66 元、0.74 元和 0.93 元。相对于传统的冶炼企业，公司由于综合利用和环保的特质，竞争力要高出一个层级，给予 2014 年 20 倍估值水平，合理价格价格为 14.8 元。

图表 7: 销量假设

	2013E	2014E	2015E
白银 (吨)	1000	1000	1000
电解铅 (吨)	80000	85000	90000
黄金 (公斤)	3921.57	3921.57	3921.57

来源：国金证券研究所

图表 8: 销售价格假设 (元/公斤)

	2013E	2014E	2015E
白银	3675.21	4102.56	4444.44
电解铅	11.97	12.22	12.56
黄金	260000	280000	310000

来源：国金证券研究所

风险提示：募投项目进展低于预期。

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,569	2,794	3,694	6,659	6,741	7,946
增长率	78.1%	32.2%	80.3%	1.2%	17.9%	
主营业务成本	-1,291	-2,363	-3,206	-5,976	-6,048	-7,152
%销售收入	82.3%	84.6%	86.8%	89.7%	89.7%	90.0%
毛利	278	431	489	683	693	794
%销售收入	17.7%	15.4%	13.2%	10.3%	10.3%	10.0%
营业税金及附加	-8	-5	-6	-11	-11	-13
%销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-5	-5	-6	-10	-10	-12
%销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-84	-146	-152	-413	-371	-397
%销售收入	5.4%	5.2%	4.1%	6.2%	5.5%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	180	275	326	249	301	372
%销售收入	11.5%	9.8%	8.8%	3.7%	4.5%	4.7%
财务费用	-58	-127	-175	-121	-155	-182
%销售收入	3.7%	4.5%	4.7%	1.8%	2.3%	2.3%
资产减值损失	0	-11	-6	-1	0	0
公允价值变动收益	0	-1	1	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	122	135	146	128	147	191
营业利润率	7.7%	4.8%	4.0%	1.9%	2.2%	2.4%
营业外收支	30	57	32	30	30	30
税前利润	152	192	178	158	177	221
利润率	9.7%	6.9%	4.8%	2.4%	2.6%	2.8%
所得税	-24	-4	-7	-6	-7	-9
所得税率	15.9%	2.2%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润	128	188	171	152	170	212
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	128	188	171	152	170	212
净利率	8.1%	6.7%	4.6%	2.3%	2.5%	2.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	128	187	170	152	170	212
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	45	51	48	62	86
非经营收益	60	105	170	102	131	158
营运资金变动	-349	-475	-584	-702	-29	-626
经营活动现金净流	-141	-139	-193	-399	333	-170
资本开支	-215	-166	-79	-31	-289	-290
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	10	0	0	0
投资活动现金净流	-215	-166	-69	-32	-289	-290
股权募资	120	0	0	0	-57	0
债权募资	507	647	385	491	173	648
其他	-177	-180	-182	-128	-161	-188
筹资活动现金净流	450	467	203	364	-44	460
现金净流量	94	163	-59	-68	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	235	421	368	300	300	300
应收款项	50	67	30	109	110	130
存货	993	1,219	2,051	2,784	2,817	3,507
其他流动资产	59	225	200	420	425	503
流动资产	1,338	1,932	2,649	3,613	3,652	4,440
%总资产	74.5%	76.4%	80.1%	84.4%	79.8%	79.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	380	513	566	581	831	1,056
%总资产	21.1%	20.3%	17.1%	13.6%	18.1%	18.9%
无形资产	79	80	75	83	91	99
非流动资产	459	597	659	667	924	1,158
%总资产	25.5%	23.6%	19.9%	15.6%	20.2%	20.7%
资产总计	1,797	2,528	3,307	4,280	4,576	5,597
短期借款	731	1,081	1,565	2,133	2,306	2,953
应付款项	403	371	605	994	1,005	1,188
其他流动负债	50	13	-14	-115	-117	-137
流动负债	1,185	1,465	2,156	3,011	3,195	4,003
长期贷款	15	315	216	216	216	217
其他长期负债	63	26	35	0	0	0
负债	1,263	1,805	2,406	3,227	3,410	4,220
普通股股东权益	534	723	901	1,053	1,166	1,378
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,797	2,528	3,307	4,280	4,576	5,597

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.558	0.822	0.748	0.663	0.742	0.926
每股净资产	3.032	4.105	5.113	5.975	6.617	7.819
每股经营现金流	-0.800	-0.786	-1.096	-2.267	1.893	-0.965
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	23.90%	26.00%	18.99%	14.42%	14.57%	15.38%
总资产收益率	7.10%	7.44%	5.17%	3.55%	3.71%	3.78%
投入资本收益率	11.83%	12.66%	11.67%	7.04%	7.85%	7.86%
增长率						
主营业务收入增长率	94.95%	78.06%	32.22%	80.25%	1.23%	17.87%
EBIT增长率	153.44%	52.38%	18.60%	-23.43%	20.92%	23.48%
净利润增长率	103.52%	47.33%	-9.01%	-11.31%	11.91%	24.71%
总资产增长率	127.49%	40.70%	30.81%	29.40%	6.93%	22.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.9	3.5	2.4	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	194.1	170.9	186.2	170.0	170.0	179.0
应付账款周转天数	14.0	9.5	10.9	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	87.2	66.3	54.7	30.6	43.2	46.5
偿债能力						
净负债/股东权益	95.14%	134.83%	156.83%	194.60%	190.56%	208.29%
EBIT利息保障倍数	3.1	2.2	1.9	2.1	2.0	2.1
资产负债率	70.27%	71.39%	72.76%	75.40%	74.52%	75.39%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上;

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;

中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net