



金贵银业（002716）新股研究—白银清洁生产企业

股票评级：**推荐**

研究机构：五矿证券研究所

联系人：陶敏敏

电话：0755-23902411

邮箱：taominmin@wkzq.com.cn

基础数据（2014 年 1 月 22 日）

发行前总股份（万 17620 股）

发行及发售上限（万 5,876 股）

报告摘要

1、白银清洁生产先进企业：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。

2、募投项目缓解产能压力：公司现有铅冶炼生产线产能 10 万吨，白银产能 200 吨，本次公司公开发行新股不超过 5,876 万股；发行新股出现超募的情况下，公司股东拟公开发售股份，公开发售股份不超过 3,432 万股，本次募集投资项目实施后白银产能将达到 608 吨。

3、白银需求加大：随着国外货币宽松政策持续，黄金的持续下跌，白银的抗通胀金融属性加强；整个经济的复苏，电子行业需求增长，白银的工业需求回升。公司募投项目达产，白银产量提升，市场影响力加大。

5、风险因素：

污染问题

银价继续下跌，存货跌价储备

2013年业绩下滑

相对指数表现

资料来源：五矿证券研究所

相关报告：

长期跟踪公司的报告，或者跟踪行业等类型报告

	2009	2010	2011	2012
营业收入	804.9	1,569.1	2,794.0	3,694.4
同比(%)		94.95	78.06	32.22
净利润	62.7	127.7	186.9	169.7
同比(%)		103.52	46.42	-9.20
毛利率(%)	14.85	17.72	15.44	13.23

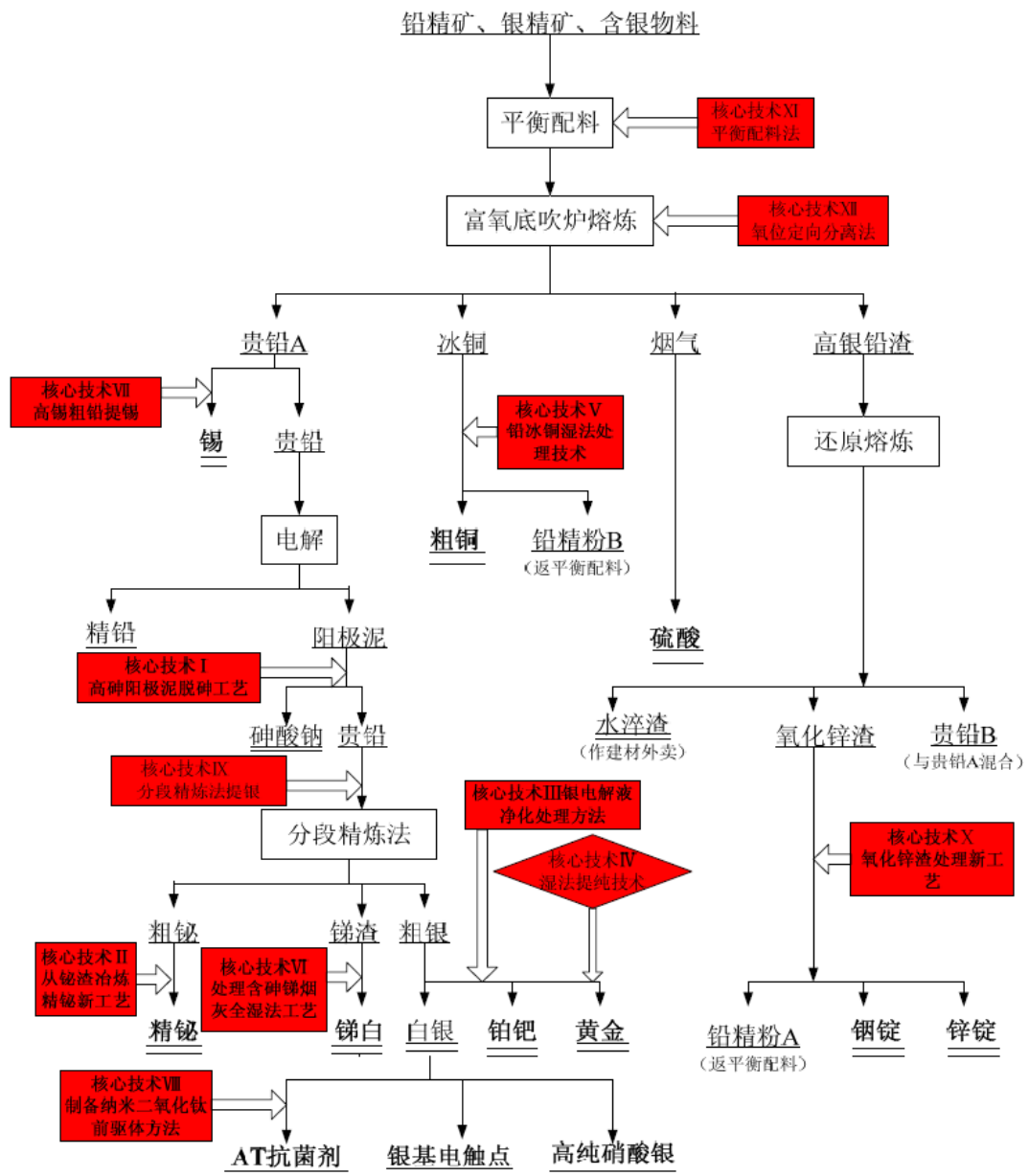


一、白银清洁生产先进企业

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。

公司2010、2011、2012年及2013年1-6月分别生产白银181吨、246.9吨、334.35吨和226.62吨。本公司白银冶炼的直接原材料是铅阳极泥，铅阳极泥主要由发行人从富含银的铅精矿冶炼生产。

图表：公司白银清洁冶炼工业体系



数据来源：公司招股说明书

公司以银冶炼为核心，自主研发了白银精炼核心生产线，同时成功向上下游拓展了白银产业链条：（1）上游——引进具有国内先进水平的富氧底吹冶炼技术，投资建设“10万吨铅富
敬请阅读末页的重要说明



氧底吹项目”；（2）下游——自主研发高纯硝酸银、“AT纳米抗菌剂”等生产技术。

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均处于领先地位。白银回收率可达99.5%，资源综合利用率达95%；白银质量稳定在国家1#银标准，纯度达99.995%，为包括标准银行、渣打银行、德意志银行在内的国际客户所认可。

由于公司采取的销售模式主要是点价销售模式，所以销售量的增长和存货量对公司的业绩收入影响较大。公司目前的产销率较高，增加利润的一大方向就是加大产品产量。

图表：公司主要产品的产销率

产品 (吨)	2013 年 1-6 月			2012 年度		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
白银	226.62	225.04	99.30%	334.35	335.02	100.20%
电铅	35,099	35,268	100.48%	70,794	69,238	97.8%
产品 (吨)	2011 年度			2010 年度		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
白银	246.90	243	98.42%	180.82	197.68	109%
电铅	67,661	69,479	102.69%	42,795	40,568	95%

数据来源：公司招股说明书

公司现有铅冶炼生产线产能 10 万吨，白银产能 200 吨，本次公司公开发行新股不超过 5,876 万股；发行新股出现超募的情况下，公司股东拟公开发售股份，公开发售股份不超过 3,432 万股，本次募集投资项目实施后白银产能将达到 608 吨。

图表：公司主要产品产能

产品 (吨)	2013年1-6月			2012年度		
	产量	产能	年化 达产率	产量	产能	达产率
白银	226.62	200	226.62%	334.35	200	167.18%
电铅	35,099	100,000	70.20%	70,794	100,000	70.79%
产品 (吨)	2011年度			2010年度		
	产量	产能	达产率	产量	产能	达产率
白银	246.9	200	123.45%	181	200	90.50%
电铅	67,661	100,000	67.66%	42,795	100,000	42.80%

数据来源：公司招股说明书

二、募投项目投产缓解产能压力

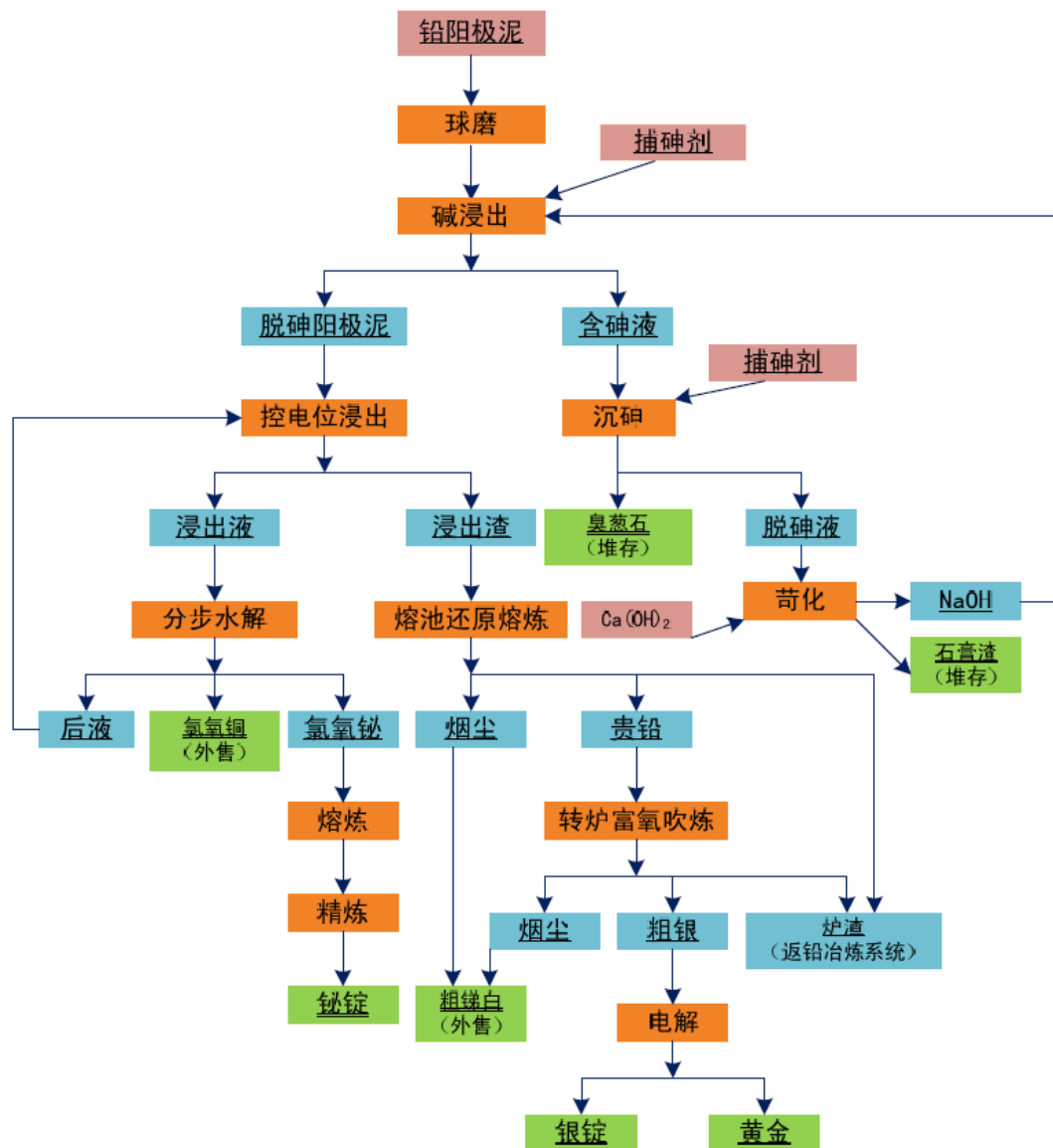
公司已基本形成富含银的铅精矿——铅阳极泥——白银（并综合回收其他有价金属）——硝酸银等深加工产品的产业链体系。从富含银的铅精矿冶炼生产铅阳极泥，由铅阳极泥和矿冶企业废渣废液中冶炼生产白银，同时综合回收铅、金、铋、锑、锌、铜、铟等多种有色金属。

公司自成立以来一直围绕白银及白银原料中多金属资源的综合回收进行生产和销售。根据白银冶炼原料中常伴生铅、金、铋、锑等多种金属，通过优化设计定向分离的清洁工艺流程，对具有较高经济价值的银、金、铋、铟、锑、锡等多种有色金属进行分步提取的清洁冶炼技术。公司使用的生产工艺对行业矿产资源综合利用程度、资源利用率的提高有重要意义。经过多年



的技术研发、产品升级和产业链上下游拓展，公司拥有全国领先的白银冶炼和深加工技术，其综合回收品种、金属综合回收率、综合能耗、清洁生产水平居全国同类企业前列。

图表：公司清洁工艺流程



数据来源：公司招股说明书

2010 年以来，随着“10 万吨铅富氧底吹项目”的逐步投产，公司产业链向上游延伸，原有原材料中粗铅的采购量大幅降低，同时大幅增加铅精矿的采购量。2010 年以来，公司采购原材料中的含银量均超过产能，公司白银产能急需扩张，本次募集资金投资项目“白银升级改造项目”部分投产增加了白银的产量。

图表：公司募投项目情况

序号	项目名称	募集资金投入金额	建设期
1	白银技术升级技改工程项目	27,461.40	18 个月
2	5 万 t/a 铅冰铜渣资源综合利用项目	17,347.30	12 个月
3	5 万 t/a 次氧化锌烟灰资源利用项目	24,159.20	12 个月

数据来源：公司招股说明书

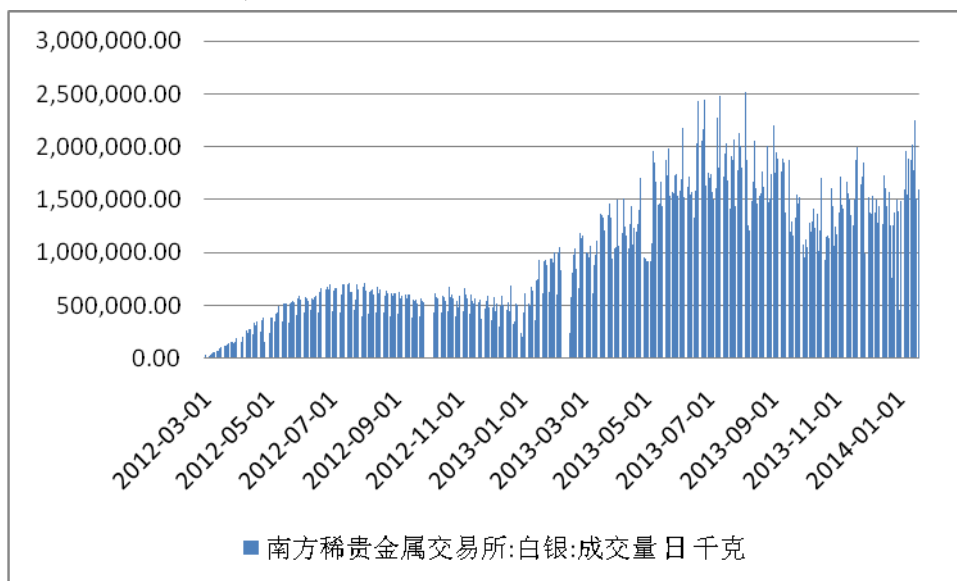


三、白银需求上升，公司市场影响力增强

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。

数据显示，自 2010 年 6 月以来，全球各大白银 ETF 的持仓总量大涨，创下由 1,490.12 吨上升至 14,186.29 吨的记录高点。其中，全球最大白银 ETF 基金 iShares SilverTrust 截至 2012 年 12 月 31 日持仓量为 10,045.85 吨，截至 2013 年 6 月 30 日的持仓量为 9,905.88 吨

图表：白银的金融属性在增强



数据来源：公司招股说明书、WIND、五矿证券研究所

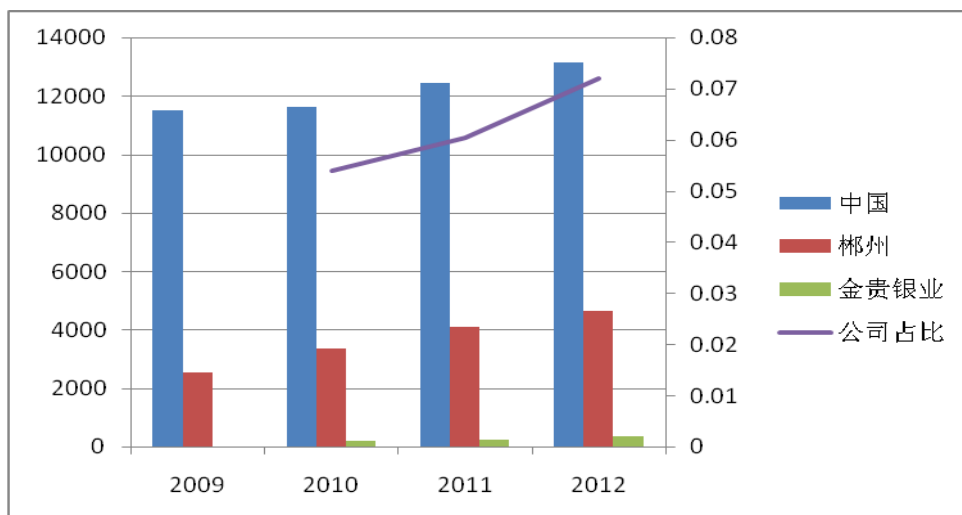
目前，国内白银生产主要来自独立银矿、铅锌铜金冶炼工业的副产品、再生回收三个领域。

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，2009 年已达到 5,000 吨左右（不含投资性需求）。电子电气、银基合金及焊料、感光材料、白银首饰及其器件和政府铸币等仍是我国白银最主要的消费领域，另外，由于商业银行推出白银个人投资业务，2009 年以来白银投资出现爆炸性增长。中国白银消费结构大致如下：电子电气占 35%，电工合金焊料占 25%，银质工艺品首饰银币占 25%，感光材料占 10%，其他方面占 5%

公司地处“有色金属之乡”——湖南省郴州市，郴州市每年从全国各地吸纳和循环利用矿冶企业废渣、废液提炼白银等有色金属，2009 年、2010 年、2011 年和 2012 年分别生产白银约 2,538 吨、3,353 吨、4,091 吨和 4,639 吨，约占全国同期总产量的四分之一，是名副其实的“中国银都”。

公司的白银产量提升，产银量在郴州的占比逐年提升。

图表：公司白银产量影响加大



数据来源：公司招股说明书、WIND、五矿证券研究所

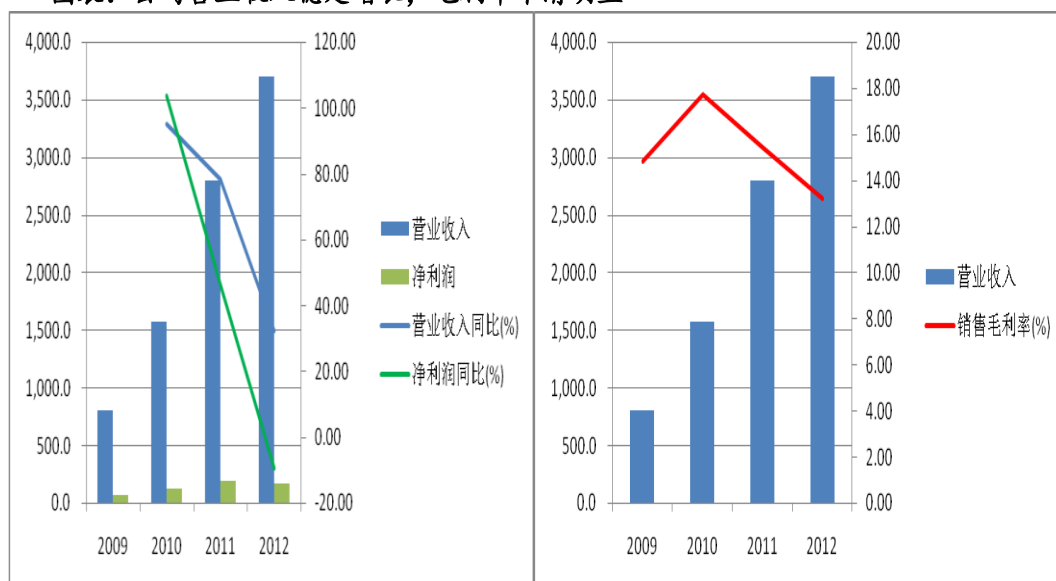
随着国外货币宽松政策持续，黄金的持续下跌，白银的抗通胀金融属性加强；整个经济的复苏，电子行业需求增长，白银的工业需求回升。公司募投项目达产，白银产量提升，市场影响力加大。

五、 白银价格下跌拖累公司毛利率

2012 年公司实现营业收入 2635.6 百万元，较上年同期增长 32.22%；实现归属母公司股东的净利润 169.7 百万元，同比下降 9.2%。

2010 年、2011 年、2012 年、2013 年 1-6 月，公司的综合毛利率分别为 17.68%、15.46%、13.37%、13.22%。受近年来欧债危机的影响，2011 和 2012 年白银等大宗商品的市场价格波动较大，使得公司的毛利率较 2010 年下降。2012 年度公司的金深加工业务毛利率很低且收入占比为 12.33%，使得 2012 年公司的综合毛利率较上年下降 13.52%。

图表：公司营业收入稳定增长，毛利率下滑明显



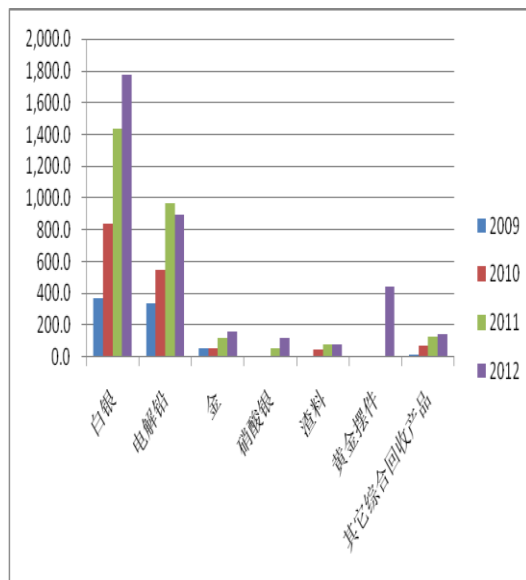
数据来源：WIND，五矿证券研究所

2010 年至 2011 年，白银和电解铅收入逐年增长；2012 年白银的销售收入较去年同期大幅

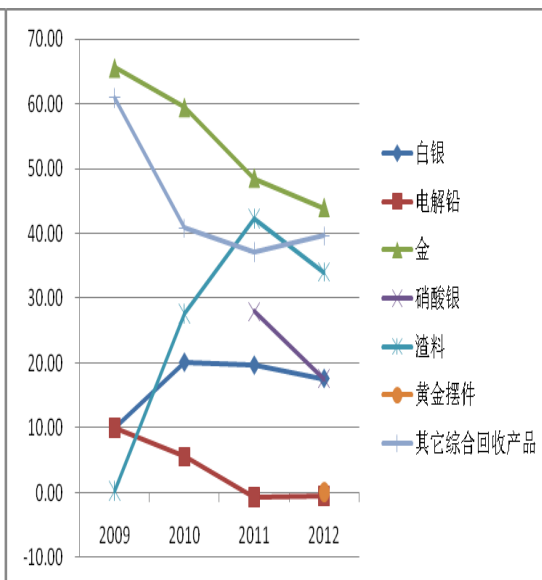


增长，但电铅的销售收入较去年下降；2013 年 1-6 月收入较上年同期增长 69,869.88 万元，增幅 58.56%，主要来源于白银产销量增长的影响。

图表：主要产品营业收入情况



图表：主要产品毛利率情况



数据来源：WIND，五矿证券研究所

六、风险提示

污染问题

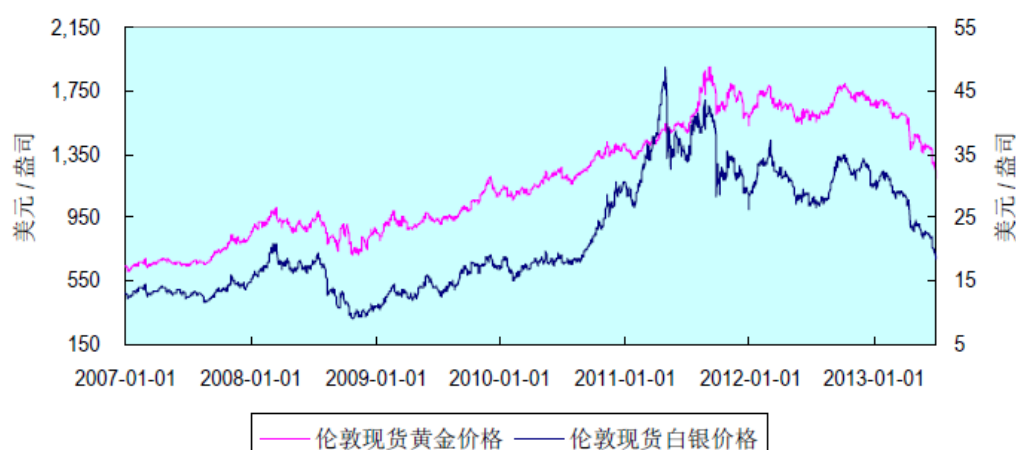
由于有色金属冶炼行业的特殊性，尤其是铅冶炼过程中产生的烟尘、废气等会对环境造成一定程度的污染。

2013年据报道，郴州市23000多名儿童，54%血铅含量超过国家标准；根据知情村民反映，目前血铅中毒人数已经超过300人，另有内部人士披露，郴州市政府对中毒人数实行“封锁”。郴州市指定两家医院，村民可以自行检查血铅。即便在这种非常有利于控制消息的情境下，官方也已经承认，有45名儿童血铅中毒。

虽然公司表示血铅事件和公司无关，但是考虑到公司所生产产品，仍需关注污染问题出现时对公司业绩的影响。

银价继续下跌，跌价储备

2013 年上半年国际银价从最高32 美元重挫至18 美元，跌幅将近一半，跌势惨重。



2013年业绩下滑

2013 年1-9 月，发行人实现营业收入263,559.88 万元，同比增长21.27%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润8,631.77 万元，同比下降14.79%。2013 年7-9 月，发行人实现营业收入74,978.04 万元，比2012 年7-9 月下降23.97%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润2,857.42 万元，比2012 年7-9 月下降45.35%。

若主要产品白银保持2013 年12 月27 日上海有色网SMM1#白银现货平均市场价格4,035 元/千克（含税）不发生大幅下降的情况下，发行人预计2013 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为13,400 万元-12,000 万元，比2012 年度下降5%-15%。



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供五矿证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“五矿证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。