

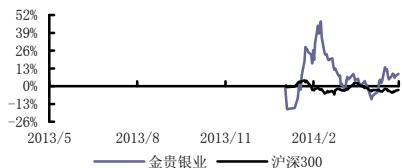
## 原材料 - 有色

2014 年 5 月 27 日

市场数据	2014 年 5 月 26 日
当前价格 (元)	22.53
52 周价格区间 (元)	17.19-30.45
总市值 (百万)	5154.15
流通市值 (百万)	1288.54
总股本 (百万股)	228.77
流通股 (百万股)	57.19
日均成交额 (百万)	225.64
近一月换手 (%)	224.45%
Beta (2 年)	1.2
第一大股东	曹永贵
公司网址	<a href="http://www.jingui-silver.com">http://www.jingui-silver.com</a>

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	13.99%	1.01%
净利润率	4.43%	1.63%
净资产收益率	14.92%	4.91%
总资产收益率	4.50%	1.65%
资产负债率	69.81%	61.76%
市盈率	24.76	25.00
市净率	3.71	3.00

## 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
金贵银业	12.76%	-13.68%	0.00%
沪深 300	-0.55%	-0.34%	-16.99%

## 相关报告

## 周宠

执业证书号 S1030511010002

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

## 分析师申明

本人，周宠，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 白银为主、清洁回收的冶炼企业

## —金贵银业 (002716) 研究报告

评级：增持（首次）

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	3609	3662	4058	4268
净利润 (百万元)	159	200	233	253
每股收益 (元)	0.70	0.88	1.02	1.11
净利润增长率 %	-5.85%	24.8%	17.0%	8.3%
市盈率	32	26	22	20

资料来源：世纪证券研究所

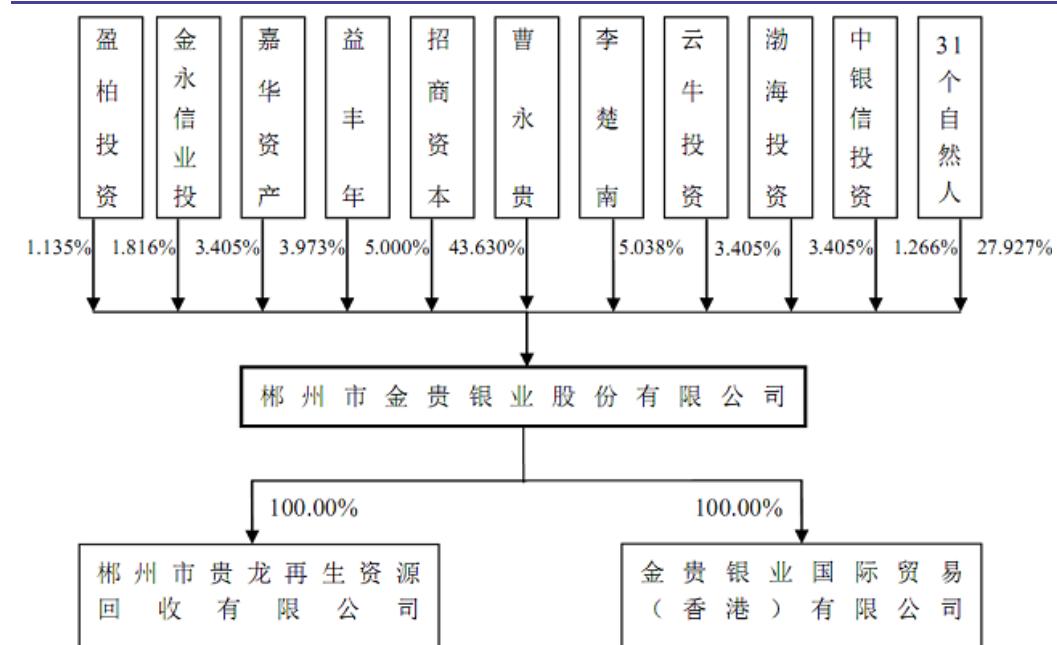
- **公司主要产品为白银、电解铅、黄金，80%的利润来自于白银和黄金。**公司主营业务是以白银冶炼为主，配套铅冶炼，并综合回收金、铋、锑、锌、铜、铟等有价金属。公司是白银生产、出口的重要基地之一，白银年产量居全国同类企业前列。2013 年产量为铅 7.5 万吨，白银 462 吨。2013 年白银的收入和利润占比分别为 56% 和 68%；黄金的收入利润占比分别为 4% 和 12%；铅收入和利润占比分别为 25% 和 1%。
- **盈利能力与贵金属价格有较大关系。**贵金属价格在 2011 年中达到高点，近两年价格虽然有反复，但基本趋势是不断走低。与之匹配的是公司毛利率的不断走低——白银毛利率 2011-2013 年分别为 19%、17%、17%，黄金毛利率也显示为下降，分别为 48%、44%、38%。
- **我们判断未来包括白银在内的贵金属价格难有表现。**供给方，伴生的矿产银，受贱金属产量影响，不会有大的增加，回收银则随银价下跌而减少，总体供给平稳；需求方则随着金融属性的退出，投资需求减退。
- **未来业绩影响因素主要在于产能释放。**公司目前已经形成 10 万吨电解铅，200 吨白银的产能；募投项目为围绕现有产业链进行的技术升级改造和综合利用工程；2015 年公司将形成 10 万吨电解铅、600 吨白银、2400 公斤黄金、1.3 万吨电解铜和 2.5 万吨电解锌的产能；同时将回收粗锑白及精铋等有价副产品。
- **盈利预测与估值。**我们估算 2014-2016 年的每股收益分别为 0.88 元、1.02 元、1.11 元。我们选取豫光金铅、株冶集团、怡球资源、铜陵有色和恒邦股份作为可比上市公司，综合考虑可比公司平均市盈率水平以及公司业绩波动风险，我们给予公司“增持”评级。
- **风险因素。**白银、黄金以及铅价出现大幅下跌，经营业绩将受到较大影响。

## 公司概况

金贵银业的主营业务为“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”的清洁生产和销售，主要产品为白银、电解铅、黄金。公司是白银生产、出口的重要基地之一，白银年产量居全国同类企业前列。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。

曹永贵先生直接持有本公司 43.63% 股份，是公司的控股股东、实际控制人。

Figure 1 曹永贵先生是实际控制人



资料来源：WIND 世纪证券研究所

## 公司所处行业背景

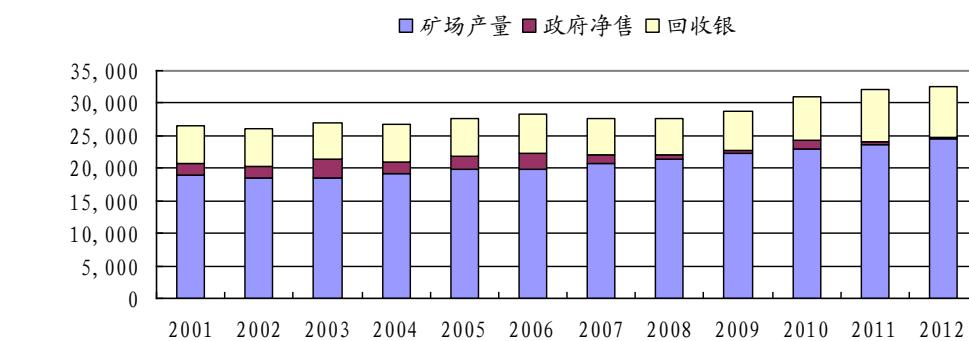
供给方，伴生的矿产银，受贱金属产量影响，不会有大的变化，回收银则随银价下跌而减少，总体供给平稳；需求方则随着金融属性的退出，投资需求减退，因此，我们判断包括白银在内的贵金属价格难有表现。

全球白银的供应主要源自矿产银和回收银，其中矿产银又可分为独立的

**白银矿山和伴山银矿，未来矿产银不会有大幅增加。**目前，全球约2/3的白银与铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属伴生，只有1/3的银源自独立银矿床，其产量主要来源于贱金属矿产的副产银。2003-2012年的九年间，矿产银产量同比增速一直位于0-5%的区间，年均复合增速为3.11%，取决于银在铅精矿、铜精矿中的伴生赋存情况以及铅、铜价格及其产量的变化，目前全球性经济复苏并不明显，预计贱金属产量不会大幅提升。因此，在贱金属需求没有大幅增加的情况下，未来银的产量也不会有很大的增幅。

**在银价低迷时期，回收银的增长不大。**回收银则是从银器、首饰等含银商品中回收的白银。近两年，再生银产量与银价的变化密切相关，在银价高涨的刺激下，回收银的量稳步增长，年均增速2.92%，2012年占白银总产量的24.2%。但银价的回落，又会使回收银的动力下降，因此，在银价低迷时期，回收银的增长不大。

Figure 2 全球白银的供给情况（吨）



资料来源：WIND 世纪证券研究所

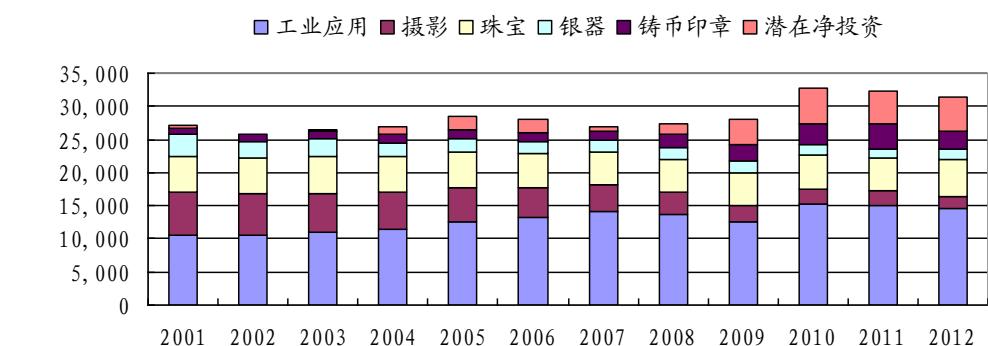
**白银需求主要源自于制造业需求和投资需求，制造业需求中又以工业应用为主。**白银作为贵金属，在历史上曾经与黄金一样作为重要的货币物资，承担货币职责，并有制作银器和首饰等传统用途。随着现代工业发展，白银由于具有优良的常温导电性、导热性、反射特性、感光成像特性、抗菌消炎特性等物理化学特性，作为催化剂、导电触电材料以及抗微生物剂等，被广泛应用在电子、可再生能源以及医疗卫生等工业领域。白银的工业用途逐步成长为白银的核心用途。

**制造业需求保持平稳。**在9年间年均增速为-0.28%，基本保持平稳，其中，占比最高的工业应用年均增速为2.64%，摄影需求则因数码照相技术的普及而大幅缩减，年均增速-12.5%，铸币印章需求在银价攀升的助推下年均增长11.2%。未来，随着白银在光伏、环保、卫生等领域用途的拓展，白银的工业需求有继续增长的趋势。

**投资需求减退。**白银需求与黄金需求类似，白银的投资需求随着银价上

涨而逐渐增加，2012年已占总需求的15.26%。但会受到美国货币政策出现拐点、QE规模不断削减预期、美元有持续走强之势的打压。未来，白银的投资需求前景仍不乐观。

Figure 3 全球白银的需求情况(吨)

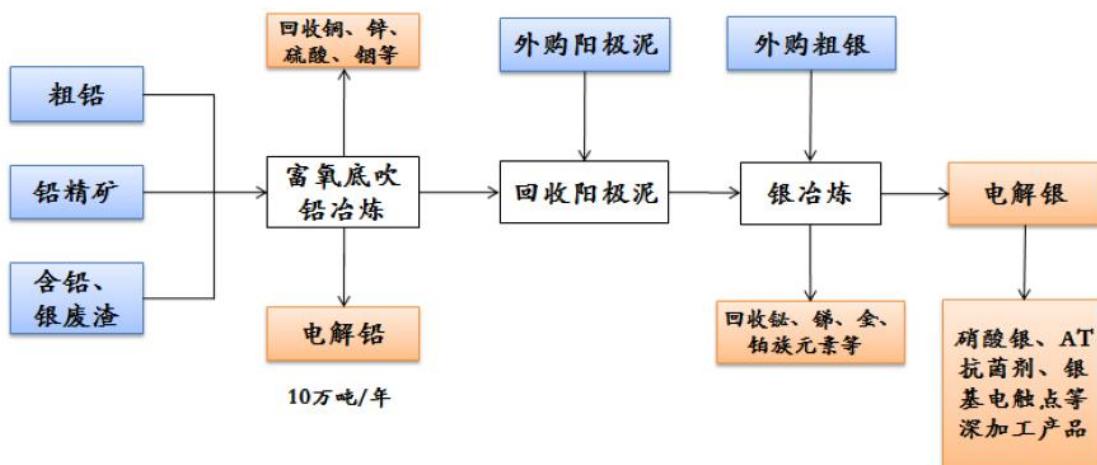


资料来源：WIND 世纪证券研究所

### 公司主营业务分析

公司主要产品为白银、电解铅、黄金。金贵银业的主营业务为“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”的清洁生产和销售，主要产品为白银、电解铅、黄金。公司是白银生产、出口的重要基地之一，白银年产量居全国同类企业前列。目前公司拥有10万吨铅、200吨银冶炼产能。2013年产量为铅7.5万吨，白银462吨。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。

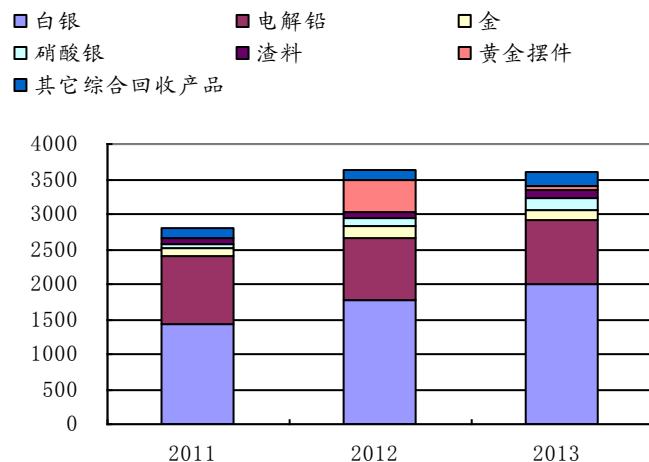
Figure 4 金贵银业的产业链



资料来源：WIND 世纪证券研究所

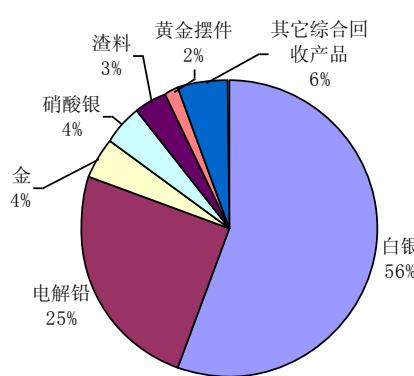
白银的收入和利润占大头。2013 年报显示，白银的收入和利润占比分别为 56% 和 68%。黄金的收入、利润占比分别为 4% 和 12%。收入中占 25% 的铅，由于铅价低迷，毛利率低，利润的占比仅为 1% 左右。

Figure 5 主营收入（单位：百万元）



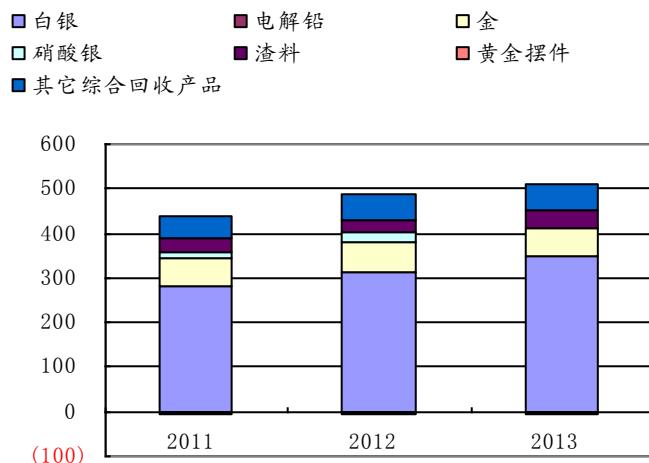
资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 6 2013 年各产品对主营收入的贡献度 (%)



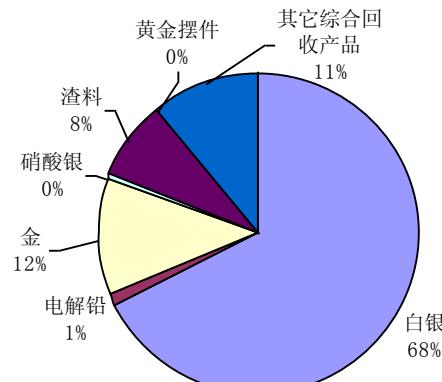
资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 7 主营利润（单位：百万元）



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 8 2013 年各产品对主营利润的贡献度 (%)

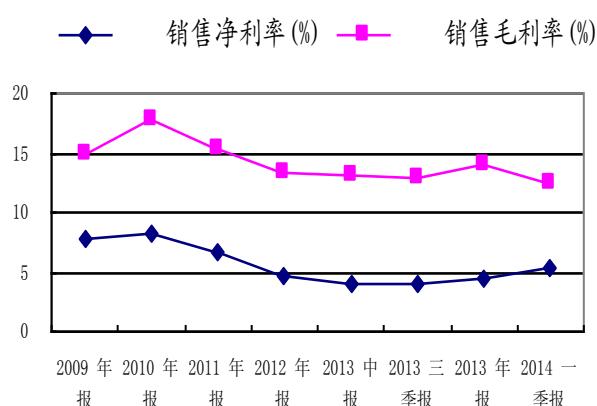


资料来源：WIND 世纪证券研究所

公司收入、盈利与贵金属价格有较大关系。从收入情况看，公司近三年的白银销售数量虽然不断增加，分别为 243 吨、335 吨和 462 吨，增长率达到 37%，但是收入的增长不及销售数量的增长，而利润增长更是出现了负值，这与贵金属价格在近两年不断走低有关。从盈利能力情况看，公司近几年毛利率在 12%-18% 之间波动，净利率在 4%-8% 之间波动。公司盈利较高的年份表现在 2010 年，与 09、10 年白银价格的大幅走高有关。贵金属价格在 2011 年中达到高点，近两年价格虽然有反复，但

基本趋势是不断走低。这与贵金属的金融属性有极大关系。公司毛利率的走势与价格走势相匹配，白银毛利率 2011-2013 年分别为 19%、17%、17%，黄金毛利率也显示为下降，分别为 48%、44%、38%。

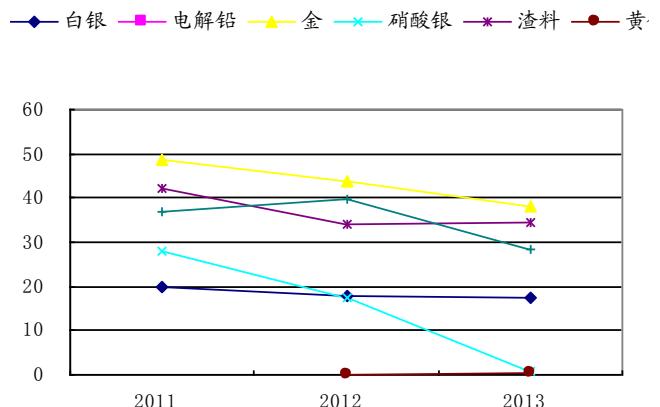
Figure 9 综合毛利率、净利率



资料来源：WIND 世纪证券研究所

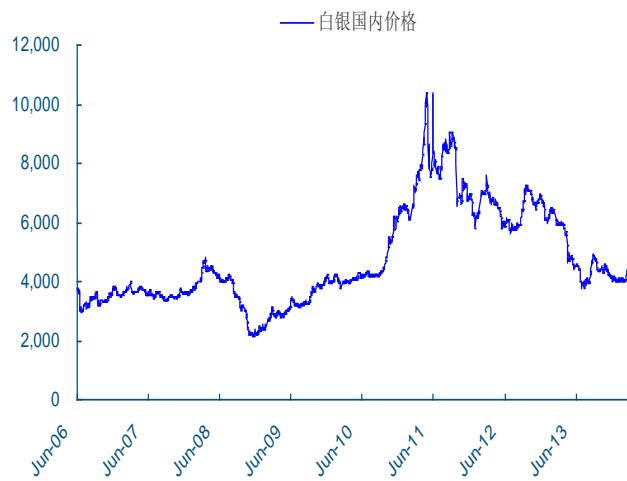
Figure 10 各产品毛利率情况 (%)

Figure 10 各产品毛利率情况 (%)



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 11 国内白银价格 (元/公斤)



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 12 国内黄金价格 (元/克)



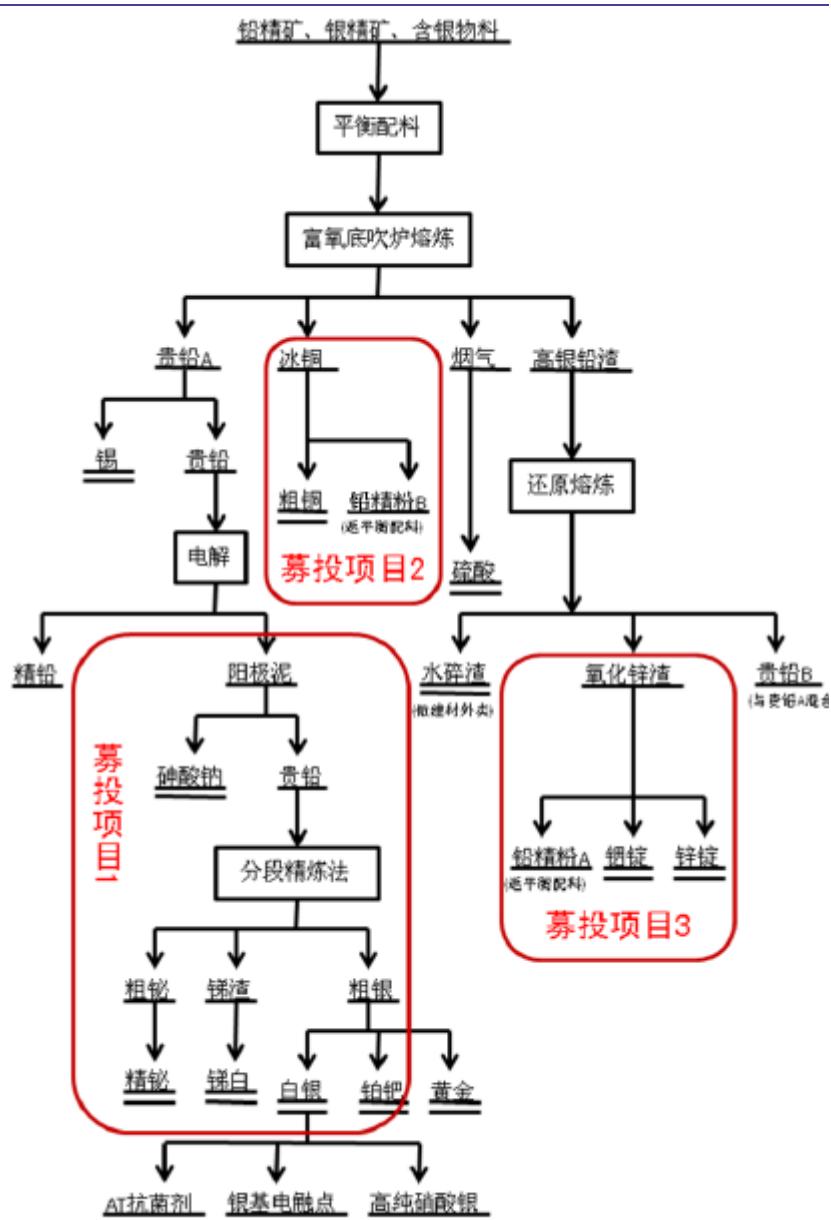
资料来源：WIND 世纪证券研究所

### 影响未来业绩增长的主要看点

公司未来的看点在于募投项目带来的产能扩张，三个募投项目如果全部达产，如果只计算产量较高的主要产品收益，按照 5%的净利率，每年大约新增净利润 1.5 亿元。公司在今年年初 IPO，募集资金近 7 亿，用于公司白银清洁冶炼产业链的三个项目建设，项目达产后所需原料主要来自公司原有的“10 万吨铅富氧底吹项目”的副产品，项目所采用工

艺流程，均是公司自主研发的核心技术，能保证资源的综合利用，最大限度减少废弃物的排放和资源的消耗。目前铅冶炼生产线产能 10 万吨，白银产能 200 吨，募集投资项目实施后白银产能将达到 608 吨，同时综合回收铅、金、铋、锑、锌、铜、铟等多种有色金属。项目投建进度方面，截至 2013 年底，白银技术升级技改工程项目和 5 万吨/年铅冰铜渣资源综合利用项目均已投入将近 20%的资金进行建设，5 万吨/年次氧化锌烟灰资源利用项目还未投入。三个募投项目如果全部达产，如果只计算产量较高的主要产品收益，按照 5%的净利率，每年大约新增净利润 1.5 亿元。

Figure 13 募股项目



注：双线标注为公司产成品。

资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 14 暂股项目带来的产能扩张

主要产品	公司现有产能	募投项目实施后产能
白银	200 吨/年	600 吨/年
铅	10 万吨/年	10 万吨/年
阳极铜		13,051 吨/年
高纯锌		25,059 吨/年
黄金	约 500 公斤/年	2400 公斤/年

资料来源：WIND 世纪证券研究所

### 公司财务分析

**公司盈利能力分析。**公司毛利率在 13% 左右，净利率在 5% 左右，与 A 股其它可比公司相比，盈利能力较高，主要原因在于公司技术水平较高，可以从更低价格的原料中提炼出更多的金属，金属的收得率较高。另外，各个公司的产品不完全相同，比如公司以银为主，株冶以铅锌为主等。

Figure 15 可比公司盈利能力对比

		毛利率 (%)	净利率 (%)	净资产收益率 (%)
601388.SH	怡球资源	5.4	1.8	4.0
002716.SZ	金贵银业	14.0	4.4	16.2
600531.SH	豫光金铅	0.8	-4.4	-31.0
600961.SH	株冶集团	2.5	0.1	3.1
002237.SZ	恒邦股份	6.7	1.9	7.3

资料来源：WIND 世纪证券研究所

**资产负债情况分析。**公司资产负债率水平在可比公司中居中，公司与年初上市，负债率将进一步下降。速动比率偏低，但问题不大，主要是因此公司存货的变现性较强，公司的存货余额虽然较大，但产成品存货（包括白银、电铅、黄金等产品）、其它存货（包括原材料、在产品、自制半成品，如铅精矿、粗铅、粗银等）也均存在活跃的交易市场，可以直接出售。因此，从资产的流动性来看，公司存货的流动性较强，公司的实际偿债能力优于速动比率指标。

Figure 16 可比公司负债情况对比

		流动比率	速动比率	资产负债率%
002237.SZ	恒邦股份	1.2	0.6	70.0

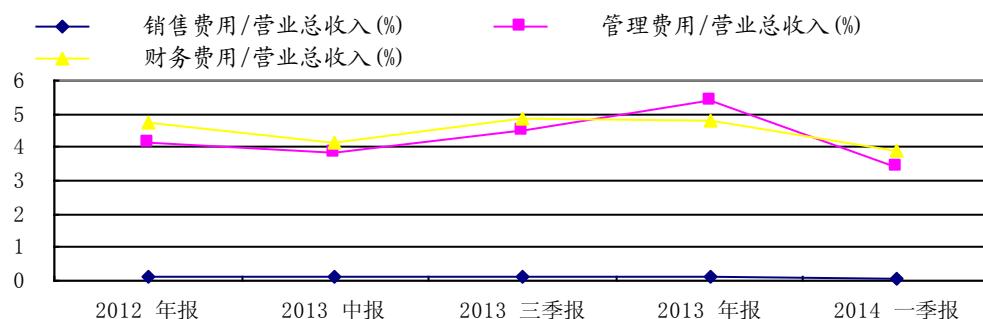
600531.SH	豫光金铅	1.1	0.5	82.4
601388.SH	怡球资源	2.1	1.2	39.8
600961.SH	株冶集团	0.5	0.1	88.1
002716.SZ	金贵银业	1.2	0.3	69.8

资料来源：WIND 世纪证券研究所

**三项费用率控制在 8%左右。**销售费用低与自行上门要求购货的客户较多有关，公司无需进行市场推广和市场维护即能完成全年的销售任务。

2013 年管理费用与财务费用较高，与公司进行“10 万吨铅富氧底吹项目”投资增加，且所需的白银冶炼技术升级、银铅综合回收等项目的研发支出较多有关。

Figure 17 费用率相对稳定



资料来源：WIND 世纪证券研究所

### 公司竞争力分析

**地域优势。**公司所在地——湖南省郴州市，地处南岭山脉多金属成矿带，矿产资源高度富集，享有“中国有色金属之乡”、“中国银都”、“世界有色金属博物馆”的美誉。伴随着丰富的资源，小的铅冶炼厂、银回收加工厂陆续出现。随着地方政府响应国家环保政策，加大了对小型铅冶炼厂、银回收加工厂的整治力度，截至目前，已经有 200 多家小的铅冶炼厂被关闭，从而在很大程度上减轻了公司原料的采购压力。同时地方政府也在逐步加强对龙头企业的扶持，对郴州市矿产资源进行整合，并将公司列入重点扶持企业。目前公司正在政府协调下与矿山企业进行谈判，形成战略合作伙伴，签订长期供货协议。

**“无砷冶炼”和资源综合利用是公司的核心技术优势。**公司在国家 863 计划资助下成功开发“高砷铅阳极泥脱砷”新工艺在清洁提取银、金同时，还可以高效回收铋、锑、铜、铅等，并对砷污染进行无害化处理，

达到提高产量和减少污染的目的，这也为公司构筑了较高的技术壁垒。同时，非专利核心技术“分段精炼法”将单位加工成本降低了20%，目前已实施产业化。目前的在研项目，包括白银无害化、铅阳极泥综合回收新工艺、铅冰铜高效利用新工艺以及银基触点直接材料、次氧化锌氨法制备等工艺均有较好的应用前景。

Figure 18 金贵银业的冶炼直收率处于国内行业前列

	银	铅	硫	铟	锑
国内行业先进水平	99.20%	96.50%	96%	55-65%	60%
金贵银业	99.50%	98%	97%	80%以上	85%

资料来源：WIND 世纪证券研究所

**较低的原料采购价格。**在原料采购方面，公司凭借具备优秀的综合回收能力，可以在原料采购方面“人弃我取”，使用其他冶炼企业不能或不愿采购的含铜、铋量高的物料进行回收，从而降低原材料成本，扩大原料范围。同时，公司利用地处郴州的区位优势，可实现多种有色金属矿物的就近采购，郴州出口加工区的加工设施齐全，交通便利，也大大地减少了公司原料库存和产品的周转时间。

**销售渠道优势。**销售方面，“金贵”白银产品在国内外享有较高的知名度和美誉度，质量均超过国家标准，白银出口配额一直稳居全国潜力，并与渣打银行建立了长期合作关系。稳定的外销渠道为公司进行国内外市场的现货套利、互补销售创造了条件，同时也能通过复合国际惯例的点价交易提前锁定利润。

**国家和地方政策对公司有较强的扶持作用。**公司实现了铅冶炼后的废渣的综合回收利用，属于产业升级及循环经济，属于国家鼓励范畴，国家在所得税、增值税返还方面均有优惠政策。同时，公司所在地郴州市政府大力整治小型铅冶炼厂、银加工厂，截至目前，已有200多家小铅冶炼厂关闭，很大程度上减轻公司原料采购压力，同时在矿产资源整合方面，将公司列入重点扶持企业，帮助解决原料采购和矿山收购等问题。

### 盈利预测

假设条件如下：

- 未来三年白银和黄金价格处于缓慢下降通道，白银未来三年价格分别为4000、3800、3500元/公斤，黄金价格未来三年价格分别为250、230、200元/克。

- 2、募投项目如期投产，白银未来三年产量 500、600、700 吨，黄金产量分别为 800、1000、1200 公斤。
- 3、毛利率逐年下降，白银毛利率在 17%-15%，黄金毛利率在 38%-36%
- 4、所得税按 15% 计算。

Figure 19 盈利预测 (百万元)

	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	3610	3662	4058	4268
营业成本	3105	3124	3457	3633
营业税金及附加	9	7	8	9
销售费用	4	4	4	4
管理费用	195	198	219	230
财务费用	175	120	120	120
资产减值损失	12	10	10	10
公允价值变动净收益	4	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	119	200	240	262
营业外收入	37	35	35	35
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	155	235	275	297
所得税	(5)	35	41	45
净利润	160	200	233	253
每股收益：(元)	0.70	0.88	1.02	1.11

资料来源：WIND 世纪证券研究所

**盈利预测及估值。**我们估算 2014-2016 年的每股收益分别为 0.88 元、1.02 元、1.11 元。我们选取 A 股中主营业务为公司相关品种的有色金属冶炼的 5 家企业和主营业务为有色金属综合回收利用的 1 家企业，共 6 家企业作为参照系，分别是豫光金铅、株冶集团、怡球资源、铜陵有色和恒邦股份。6 家可比上市公司 2014 年市盈率均值 25 倍（剔除异常值），平均市净率为 2.2 倍。综合考虑可比公司平均市盈率水平以及公司业绩波动风险，我们给予公司“增持”评级。

Figure 20 可比公司估值

		股价 (元)	2013EPS (元)	2014EPS预 测	2013PE	2014PE	PB
600531.SH	豫光金铅	8.55	(1.69)				1.9
601388.SH	怡球资源	9.12	0.22	0.27	41	34	1.7
002716.SZ	金贵银业	19.98	0.70	0.88	28	23	2.6
600961.SH	株冶集团	5.69	0.04		142		4.2
000630.SZ	铜陵有色	8.76	0.38	0.35	23	25	1.1

002237.SZ	恒邦股份	13.16	0.51	0.66	26	20	1.8
平均					29	25	2.2

资料来源：WIND 世纪证券研究所

### 风险因素分析

白银、黄金价格大幅下跌的风险。

**世纪证券投资评级标准:****股票投资评级**

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

**行业投资评级**

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.