

华钰矿业（601020）：西藏地区大型的铅锌多金属矿业企业

审慎推荐（首次）

有色金属行业

当前价格：25.39 元

报告日期：2016 年 03 月 31 日

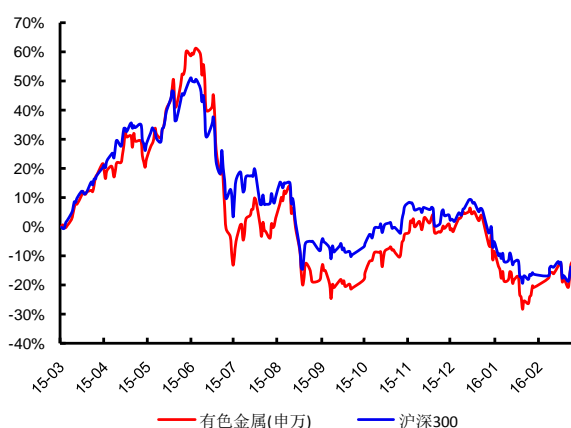
主要财务指标（单位：百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	598	629	672	731
(+/-)	-10.60%	5.11%	6.79%	8.81%
营业利润	171	216	240	267
(+/-)	-20.08%	26.13%	11.09%	11.41%
归属于母公司净利润	163	190	210	233
(+/-)	-21.72%	16.67%	10.67%	11.02%
每股收益（元）	0.31	0.36	0.40	0.45
市盈率（倍）	81	70	63	57

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	5.2/0.52
流通市值（亿元）	12.68
每股净资产（元）	2.29
资产负债率（%）	47.44

行业表现（最近一年）



行业研究员：董冰华

执业证书编号：S1050515080001

021-51793711 dongbh@cfsc.com.cn

- **西藏地区大型的铅锌多金属矿业企业。**公司主要从事有色金属采矿、选矿、地质勘查及贸易业务，主要产品包括锌精矿、铅锑精矿(含银)、铜精矿等。公司采选矿能力及盈利能力均居西藏地区内矿业企业前列。
- **15年业绩下滑两成，毛利率保持五成以上。**15年公司实现营业收入5.98亿元，同比下滑10.6%；归属于母公司净利润1.63亿元，同比下滑20.4%。13至15年，毛利率分别为55.2%、62.3%、57.3%，保持在五成以上。公司业绩下滑主要是因为主营金属产品价格出现不同程度下滑所致。
- **大宗商品价格处于周期底部，静待下游景气度回升。**中国的金属需求在全球总需求的占比已超过50%，新增需求占比超过80%，随着中国宏观经济增速放缓，房地产投资增速见顶，以房地产带动的建材、有色金属、钢铁、煤炭等上游产业均面临需求放缓的困境，而美联储进入加息周期也令大宗商品价格承压，因此我们认为全球大宗商品价格短期内难以出现趋势性上涨，需静待下游景气度回升。
- **经营多金属矿产品有利于业绩稳定，立足藏区勘探前景乐观。**公司运营有色金属多金属矿山采选业务，其下游需求分布较为广泛，有利于公司抵御单一金属产品价格波动风险，从而增强公司业绩的稳定性。藏区具备成矿条件优势，且勘探程度低，未来新探明矿产资源储量的潜力巨大。立足于西藏自治区的有色金属资源优势，公司拥有乐观的资源增储前景。
- **盈利预测与估值：**预计2015-2017年公司实现EPS分别为0.36、0.40、0.45元，对应PE分别70、63、57倍。我们看好大宗商品价格未来几年有望企稳回升，且公司矿产资源勘探前景乐观，区位优势明显，同时，公司经营多金属矿产品有利于提高业绩稳定性。首次覆盖，给予公司“审慎推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济增速放缓；美联储超预期加息；大宗商品价格持续下行；募投项目不达预期。

目录

1、藏区大型的铅锌多金属矿业企业.....	3
2、大宗商品价格短期难有趋势性行情，静待下游景气度回升.....	5
2.1、我国铅、锌、锑储量居前二，白银储量居全球第五.....	5
2.2、大宗商品价格处于周期底部，短期难有趋势性上涨.....	6
2.3、静待下游景气度回升.....	7
3、立足藏区经营多金属矿产品，资源勘探前景乐观.....	9
3.1、公司多金属共伴生矿储量丰富且品位高，具有较好的资源禀赋.....	9
3.2、运营多金属矿产品业务，有利于提高业绩的稳定性.....	9
3.3、藏区勘探程度低，公司拥有乐观的资源勘探前景.....	10
4、募投项目助力主营业务扩张.....	10
5、盈利预测与估值.....	11
6、风险提示.....	11

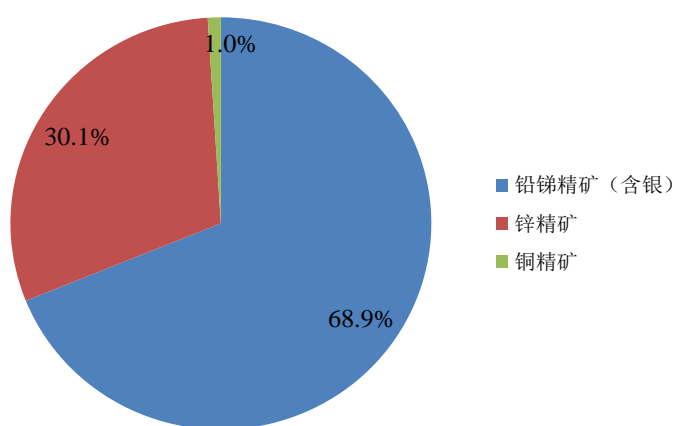
图表

图表 1、公司主营业务结构.....	3
图表 2、公司股权结构情况.....	3
图表 3、近三年公司主营业务收入及毛利率情况.....	4
图表 4、近三年公司净利润情况.....	4
图表 5、近三年公司主营金属产品营业收入占比变化情况.....	4
图表 6、全球铅矿资源储量分布情况.....	5
图表 7、全球锌矿资源储量分布情况.....	5
图表 8、全球锑矿资源储量分布情况.....	6
图表 9、全球白银矿资源储量分布情况.....	5
图表 10、LME3 个月铅期货价格走势（美元/吨）.....	6
图表 11、上海期货交易所铅期货价格趋势（元/吨）.....	6
图表 12、LME3 个月锌期货价格走势（美元/吨）.....	7
图表 13、上海期货交易所锌期货价格趋势（元/吨）.....	6
图表 14、国际锑现货价格走势（美元/吨）.....	7
图表 15、国内锑现货价格走势（元/吨）.....	7
图表 16、伦敦现货白银走势（美元/盎司）.....	7
图表 17、国内白银价格走势（元/千克）.....	7
图表 18、中国精炼铅最终消费结构.....	8
图表 19、中国精炼锌最终消费结构.....	8
图表 20、中国锑最终消费结构.....	9
图表 21、全球白银最终消费结构.....	8
图表 22、公司矿产品储量情况.....	9
图表 23、公司主营金属产品的下游消费领域.....	9
图表 24、公司 IPO 募投项目.....	10
图表 25、公司盈利预测.....	12

1、藏区大型的铅锌多金属矿业企业

公司创立于2002年，主要从事有色金属采矿、选矿、地质勘查及贸易业务，主要产品包括锌精矿、铅锑精矿(含银)、铜精矿等。公司是西藏自治区内的大型矿业企业，拥有的矿权包括：扎西康采矿权、拉屋采矿权、拉屋探矿权、柯月探矿权、查个勒探矿权和桑日则探矿权，其中已探明储量具有大型以上规模的矿山两座，中型以上规模的矿山一座。公司具有固体矿产勘查乙级资质，公司采选矿能力及公司的盈利能力均居区内矿业企业前列。公司现已形成集资源开发、地质勘查、矿山采矿与选矿一条龙的完整矿业开发体系，自身经营已走上良性循环、滚动发展的道路。

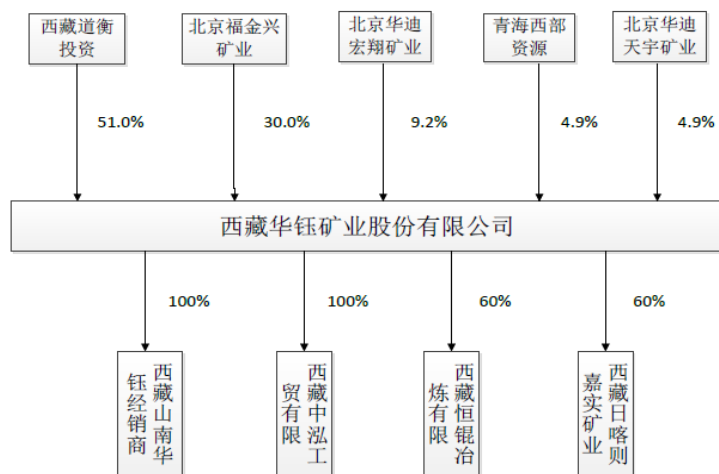
图表 1、公司主营业务结构



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

道衡投资持有公司 51% 的股权，为公司的控股股东。刘建军通过其全资子公司道衡投资间接持有公司 51% 的股份，为公司的实际控制人。

图表 2、公司股权结构情况



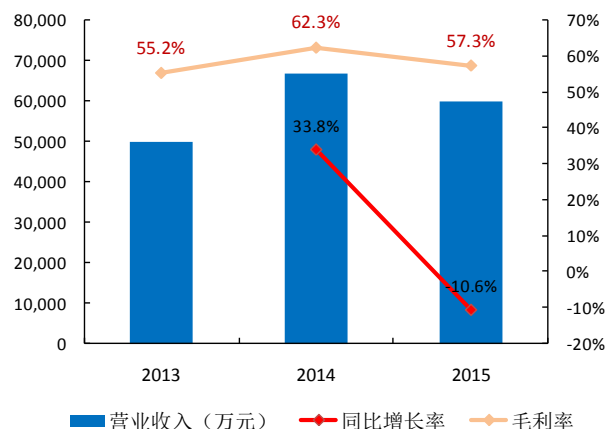
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



15年业绩下滑两成，毛利率保持五成以上。2015年公司实现营业收入5.98亿元，同比下滑10.6%；归属于母公司净利润1.63亿元，同比下滑20.4%。2013至2015年，公司毛利率分别为55.2%、62.3%、57.3%；ROE（摊薄）分别为16.3%、21.4%、15.1%。2015年公司主营业务收入按所售金属种类构成分类为金属银占31.26%、金属锌占30.10%、金属铅占26.76%、金属锑占11.21%、金属铜占0.66%。其中，近三年金属银的销售收入占比呈下降趋势，主要是因为白银价格持续下行，且降幅较大，而公司白银销量增长不大；金属锌收入呈显著上升趋势，主要是因为扎西康选厂锌金属选矿回收率有所提高，产量和效率增速较快，而锌价跌幅相对较小；金属铅和金属锑的销售收入占比较为稳定。

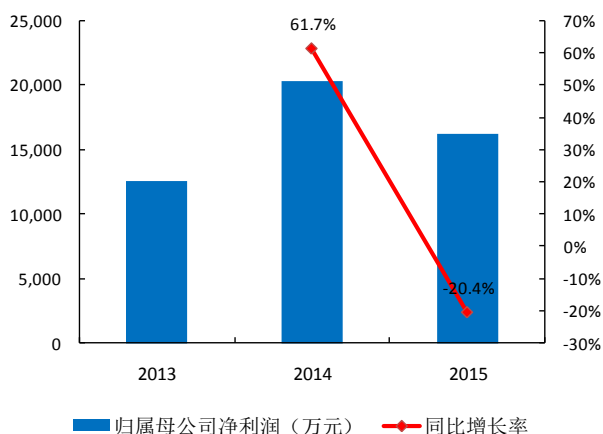
2014年，公司主营业务综合毛利率同比上升7.12个百分点，主要原因是当年原矿入选品位提高，并且回收率上升；2015年，公司主营业务综合毛利率同比下降5.04个百分点，主要原因铅、锌、铜、锑、银等各种金属价格出现不同幅度的下滑。

图表 3、近三年公司主营业务收入及毛利率情况



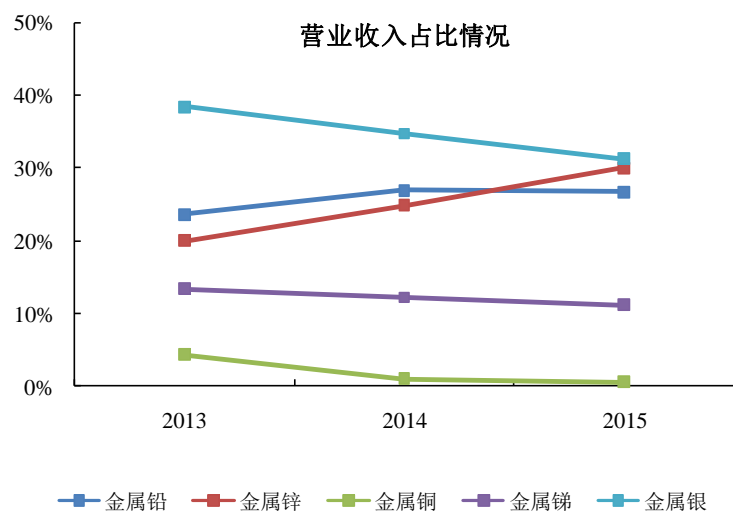
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4、近三年公司净利润情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5、近三年公司主营金属产品营业收入占比变化情况



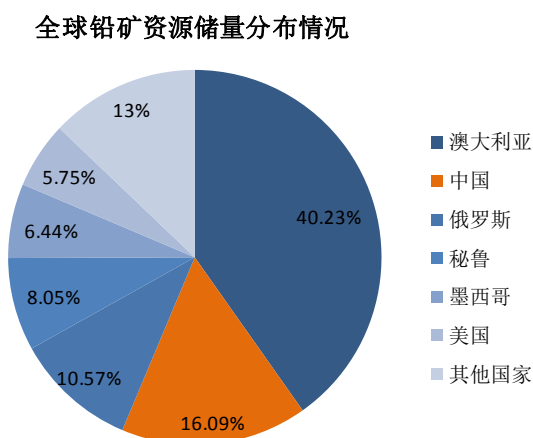
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2、大宗商品价格短期难有趋势性行情，静待下游景气度回升

2.1、我国铅、锌、锑储量居前二，白银储量居全球第五

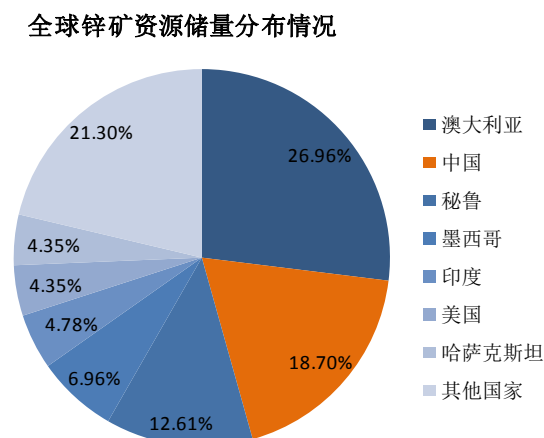
根据美国地质调查局公布的“Mineral Commodity Summaries 2015”中的数据统计，全球铅矿资源储量为8700万吨（金属量），主要分布在澳大利亚、中国、俄罗斯、秘鲁等国家，其中中国的铅矿资源储量位居全球第二，储量约为1400万吨（金属量），占全球储量的16.09%；全球锌矿资源储量约为2.3亿吨（金属量），主要分布在澳大利亚、中国、秘鲁、墨西哥等国家，其中中国的锌矿资源储量位居全球第二，储量约为4300万吨（金属量），占全球储量的18.70%；全球锑矿资源储量约为180吨（金属量），主要分布在中国、俄罗斯、玻利维亚、塔吉克斯坦等国家，其中中国锑矿资源储量位居全球第一，储量约为95吨，占全球储量52.78%；全球银矿资源储量约为53万吨（金属量），主要分布在秘鲁、波兰、智利、澳大利亚等国家，其中中国银矿资源储量位居全球第五位，储量约为4.3万吨（金属量），占全球储量的8.11%。

图表 6、全球铅矿资源储量分布情况



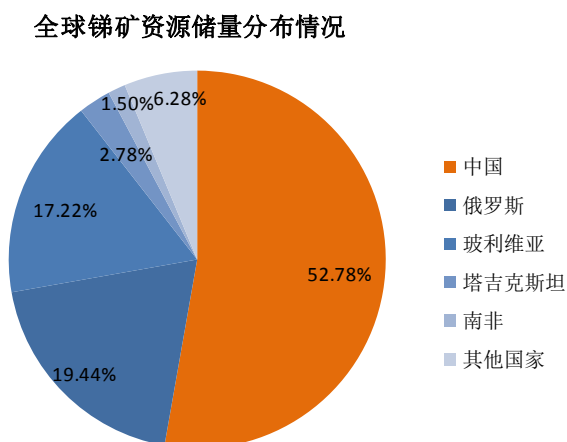
资料来源：USGS，华鑫证券研发部

图表 7、全球锌矿资源储量分布情况



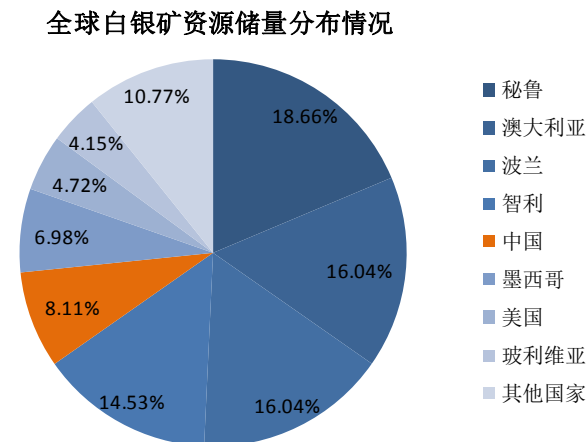
资料来源：USGS，华鑫证券研发部

图表 8、全球锑矿资源储量分布情况



资料来源：USGS，华鑫证券研发部

图表 9、全球白银矿资源储量分布情况



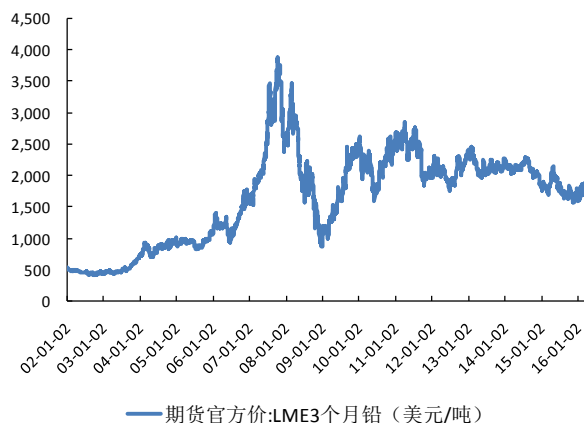
资料来源：USGS，华鑫证券研发部

2.2、大宗商品价格处于周期底部，短期难有趋势性上涨

目前来看，大宗商品价格处于周期性底部。随着澳大利亚Century矿和爱尔兰Lisheen矿相继闭矿、嘉能可减产以及中国主要锌冶炼企业减产，全球锌金属出现供给结构性短缺而迎来价格上涨；而根据AME集团预测，2016年全球铅市场也将出现供应短缺，缺口达到1.1万吨。我们认为短期看，铅锌价格在供给端减产背景下出现结构性上涨，中长期依然要看需求端景气度回升。

中国的金属需求在全球总需求的占比已超过50%，新增需求占比超过80%，随着中国经济转型增速换挡，房地产投资增速见顶，以房地产带动的建材、有色金属、钢铁、煤炭等上游产业均面临需求放缓的困境，而美联储进入加息周期也令大宗商品价格承压，因此我们认为全球大宗商品价格短期内难以出现趋势性上涨。

图表 10、LME3 个月铅期货价格走势（美元/吨）



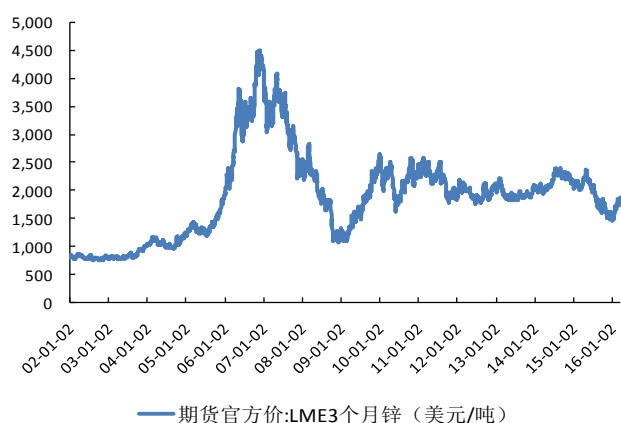
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 11、上海期货交易所铅期货价格趋势（元/吨）



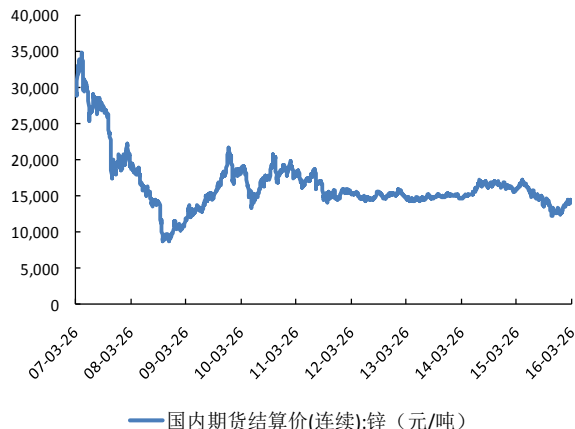
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 12、LME3 个月锌期货价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 13、上海期货交易所锌期货价格趋势（元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 14、国际铈现货价格走势（美元/吨）



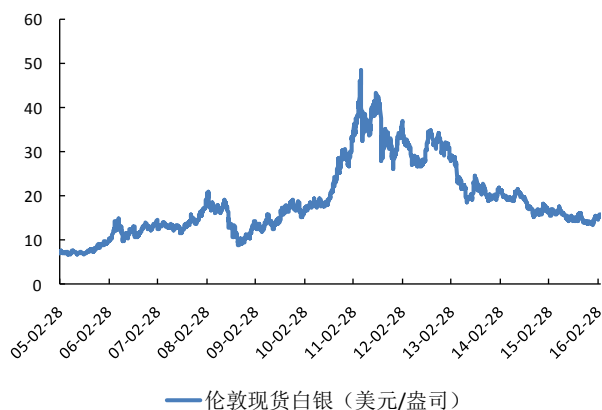
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 15、国内铈现货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 16、伦敦现货白银走势（美元/盎司）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 17、国内白银价格走势（元/千克）



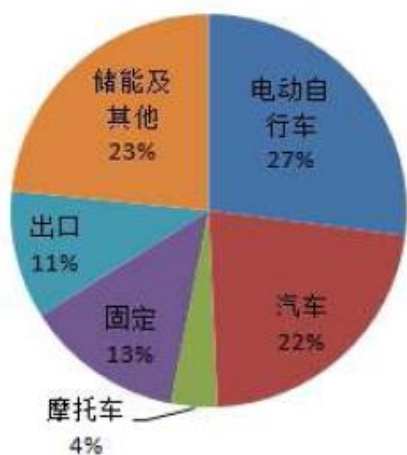
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2.3、静待下游景气度回升

中国精炼铅初级消费结构中的80%用于铅酸电池行业，而汽车、电动车及不间断电源（UPS）为中国精炼铅在电池行业的三大消费领域。中国精炼锌初级消费结构中超过50%用于镀锌板，而建筑、运输及电器行业为中国精炼锌的三大最终消费领域。中国铈产品消费结构中50%的铈产品用途为阻燃剂，其他的用途包括蓄电池合金、塑料稳定剂、催化剂等。白银的消费领域主要为投资需求以及电器电子、珠宝银器、焊料、造币等制造业领域。

全球最大的精炼铅和精炼锌消费国是中国；全球最重要的铈消费国家是中国和美国；白银的制造业需求增长主要受到中国经济增长推动，中国在全球白银制造业消费结构中的比重已经达到18%，由此可见，中国的经济发展情况直接影响了铅、锌、铈、白银等金属品种的需求。目前我国大力推进的新能源汽车产业主要使用锂电池，对铅蓄电池市场前景造成压力；而房地产市场增速放缓则影响镀锌板在建筑领域的需求量；美联储进入加息周期，贵金属投资需求降低，大宗商品价格承压。未来，需求端景气度开始回升，大宗商品价格才会出现趋势性上涨。

图表 18、中国精炼铅最终消费结构



资料来源：安泰科，华鑫证券研发部

图表 19、中国精炼锌最终消费结构



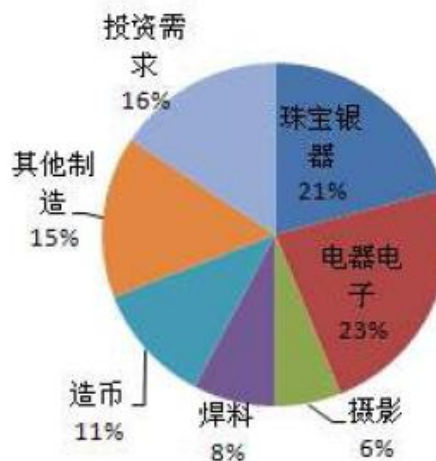
资料来源：安泰科，华鑫证券研发部

图表 20、中国锑最终消费结构



资料来源：安泰科，华鑫证券研发部

图表 21、全球白银最终消费结构



资料来源：安泰科，华鑫证券研发部

3、立足藏区经营多金属矿产品，资源勘探前景乐观

3.1、公司多金属共伴生矿储量丰富且品位高，具有较好的资源禀赋

公司除拥有超过200万吨金属量的铅锌资源以外，还拥有丰富的锑、银共伴生资源。公司共伴生锑资源量近19万金属吨，已跻身国内拥有最多锑资源量的企业之列。此外，公司共伴生白银资源量超过2000金属吨，资源储量较为丰富。同时，由于公司矿石中铅、锌、白银等金属的入选品位较高，具有资源禀赋优势，且公司所选出精矿产品中可以达到计价水平的元素品种较多，有利于公司相比同行业公司保持更高的毛利率水平。

图表 22、公司矿产品储量情况

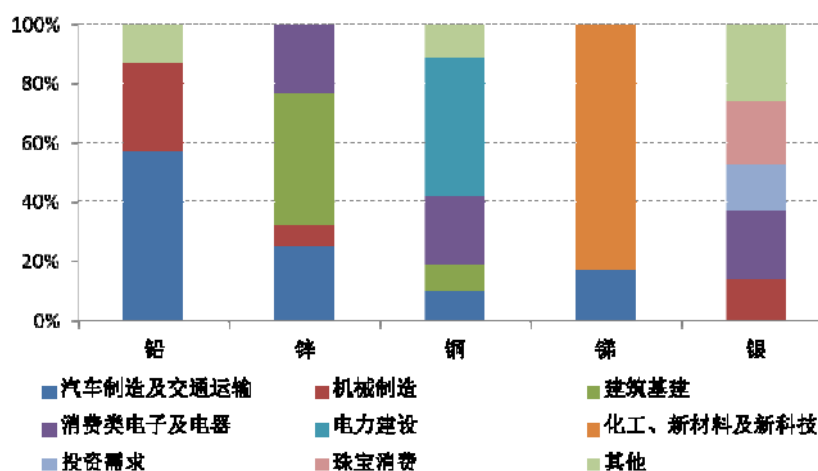
矿权名称	平均品位（除银外为%，银为克/吨）					金属量（除银外为万吨，银为吨）				
	锌	铅	锑	银	铜	锌	铅	锑	银	铜
扎西康铅锌多金属矿	3.57	2.04	0.94	77.55		63.67	36.21	10.83	1399.17	
拉屋铜锌多金属矿	2.37	0.51		23.45	1.24	3.07	0.52		29.85	1.61
桑日则铅锌多金属矿详查	3.27	1.78	0.42	42.37		0.79	0.43	0.1	10.17	
拉屋铜铅锌矿详查	3.06	1.33		51.64	0.67	5.28	1.93		97.13	1.19
查个勒铅锌矿详查	3.09	2.01				36.7	23.89			
柯月铅矿详查	2.6	3.03	1.2	91.5		17.21	20.06	7.8	605.05	
合计						126.7	83.04	18.73	2141.38	2.8

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

3.2、运营多金属矿产品业务，有利于提高业绩的稳定性

公司运营有色金属多金属矿山采选业务，主要产品涉及基本金属、贵金属、小金属等多种有色金属产品种类，其下游需求分布涵盖传统工业制造、化工/新材料制造、基础设施建设、居民消费及投资避险等不同领域，有利于公司抵御单一金属产品价格波动风险或某一类下游需求变化的不利影响，有利于增强公司经营业绩的稳定性。

图表 23、公司主营金属产品的下游消费领域



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

3.3、藏区勘探程度低，公司拥有乐观的资源勘探前景

西藏自治区具备有色金属成矿条件优势，且勘探程度低，未来新探明矿产资源储量的前景及潜力巨大。西藏山南扎西康铅锌矿整装勘查区已被国土资源部设立为第二批找矿突破战略行动整装勘查区，勘查区面积1807平方公里。

公司主力矿山扎西康矿山位于该整装勘查区域范围内。“西藏北喜马拉雅成矿带扎西康探获超大型金属矿床”项目已被中国地质学会评选为国内“2012年度十大地质找矿成果”之一。公司在整装勘查范围内还拥有柯月探矿权、桑日则探矿权2张探矿权证。依托上述矿权，公司成为该整装勘查区内已探明资源量和生产能力最大的企业。此外，在拉萨市，公司拥有拉屋采矿权和拉屋探矿权；在日喀则地区，公司拥有查个勒探矿权。因此，立足于西藏自治区的有色金属资源优势，公司拥有乐观的资源增储前景。

4、募投项目助力主营业务扩张

公司本次以7.18元/股的IPO发行价，公开发行5200万股普通股，募集资金净额33359.09万元，计划全部用于投资以下项目：

图表 24、公司 IPO 募投项目

序号	项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投资（万元）	募集资金使用计划（第一年）
1	西藏隆子县扎西康铅锌多金属矿采选改扩建工程项目	48732.53	23000	23000
2	华钰公司勘探项目	15261.61	3000	3000
2.1	隆子县桑日则铅锌多金属矿详查项目	5007.01	1200	1200
2.2	当雄县拉屋矿区铜铅锌矿详查项目	5083.37	800	800
2.3	昂仁县查个勒铅锌矿勘探项目	5171.23	1000	1000
3	偿还银行贷款	18000	7362	7362
合计		81994.14	33362	33362

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

西藏隆子县扎西康铅锌多金属矿采选改扩建工程项目意在通过扩大原矿生产能力，以增加金属精矿产量；华钰公司勘探项目计划在桑日则、拉屋、查个勒矿区加大地质勘查工作，有望增加公司主营矿产品种的前景储量，为公司拓展可持续发展空间；偿还银行贷款将降低资产负债率，优化资本结构，降低财务费用，提升盈利水平。

5、盈利预测与估值

我们预计 2015-2017 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 1.90 亿元、2.10 亿元、2.33 亿元，EPS 分别为 0.36、0.40、0.45 元，对应 PE 分别 70、63、57 倍。我们看好大宗商品价格未来几年有望企稳回升，且公司地处勘探程度低的西藏地区，矿产资源勘探前景乐观，区位优势明显，同时，公司经营多金属矿产品有利于提高业绩稳定性。首次覆盖，给予公司“审慎推荐”评级。

6、风险提示

1. 宏观经济增速放缓，行业需求下降；
2. 美联储超预期加息；
3. 大宗商品价格持续下行；
4. 募投项目不达预期。



图表 25、公司盈利预测

单位：万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	59,835	62,890	67,160	73,080
增长率 (%)	-10.60%	5.11%	6.79%	8.81%
减：营业成本	25,564	26,800	28,500	30,920
毛利率 (%)	57.28%	57.39%	57.56%	57.69%
营业税金及附加	2,595	2,728	2,913	3,170
销售费用	341	355	372	395
管理费用	10,552	11,000	11,620	12,800
财务费用	3,048	2,500	2,000	1,500
费用合计	13,941	13,855	13,992	14,695
期间费用率 (%)	23.30%	22.03%	20.83%	20.11%
资产减值损失	622	650	690	750
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	17,113	21,585	23,978	26,715
增长率 (%)	-20.08%	26.13%	11.09%	11.41%
营业利润率 (%)	28.60%	34.32%	35.70%	36.56%
加：营业外收入	2,717	1,500	1,500	1,500
减：营业外支出	690	800	800	800
利润总额	19,140	22,285	24,678	27,415
增长率 (%)	-22.30%	16.43%	10.74%	11.09%
利润率 (%)	31.99%	35.43%	36.75%	37.51%
减：所得税费用	3,210	3,700	4,110	4,580
所得税率 (%)	16.77%	16.60%	16.65%	16.71%
净利润	15,930	18,585	20,568	22,835
增长率 (%)	-21.72%	16.67%	10.67%	11.02%
净利润率 (%)	26.62%	29.55%	30.63%	31.25%
归属于母公司所有者的净利润	16,253	18,962	20,985	23,298
增长率 (%)	-20.37%	16.67%	10.67%	11.02%
少数股东损益	-323	-377	-417	-463
总股本	52,000	52,000	52,000	52,000
摊薄每股收益(元)	0.31	0.36	0.40	0.45

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

研究员简介

董冰华：中国科学院大学，理学硕士，2013年7月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>