



买入（首次）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：8.49

证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003

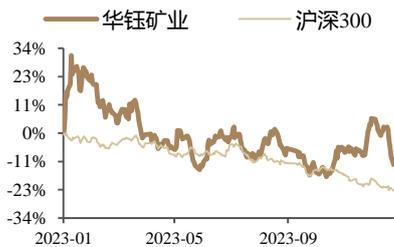
邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.28	-2.86	0.95
相对涨幅(%)	-0.74	6.32	9.26

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

华钰矿业（601020.SH）：金锑资源高速增长，储备项目投产可期

投资要点

- 扎根西藏、走向海外的锑矿企业。**公司主要从事有色金属勘探、采矿、选矿及贸易业务，主要产品包括锑精矿、铅锑精矿(含银)、铜精矿等。2016年3月16日，公司成功在上海证券交易所上市，2017年开始公司步入海外收购之路。截至2023年三季报，西藏道衡投资有限公司持有公司16.27%的股份，为公司控股股东。从公司营业收入及毛利结构来看，公司绝大部分收入来自铅锑精矿(含银)，2022年占比达到58%；铅锑精矿(含银)业务贡献50%以上的毛利。
- 光伏需求或成锑价上涨动力。**截至2022年，据美国地质调查局数据，全球锑矿产量为11万吨，其中中国产6万吨(占比54.5%)、俄罗斯产2万吨(占比18.2%)、塔吉克斯坦1.7万吨(占比15.5%)。锑被广泛用于生产各种阻燃剂、合金、陶瓷、玻璃、颜料、半导体元件、医药及化工等领域。据华经产业研究院，2021年下游需求中阻燃剂占比55%，铅酸蓄电池占比15%，聚酯催化剂占比15%，玻璃陶瓷占比10%。价格方面，2021年之前，锑价和GDP增速拟合较好，之后锑价和GDP增速出现较大背离，我们认为主要是光伏并网容量增长提振玻璃陶瓷领域玻璃澄清剂需求。
- 矿山端形成以扎西康为主力，海内外金/锑矿储备的格局。**公司2017年收购塔铝金业50%股权，可控资源量黄金金属量49.9吨、锑金属量26.46万吨；2019年收购埃塞俄比亚提格雷私人有限公司70%股权，可控资源量黄金金属9.475吨；2020年收购贵州亚太矿业有限公司40%股权，可控资源量黄金金属59.14吨。2022年，“塔铝金业”项目于4月竣工试生产，7月正式投产，项目达产后年处理矿石量为150万吨，年产锑1.6万金属吨、金锭2.2金属吨。
- 盈利预测。**产量方面，我们预计扎西康矿山维持平稳生产；塔金矿业2022年已进行生产，预计2023-2025年产量逐渐爬坡；截至2023中报，泥堡金矿正在开展露天开采建设相关工作。我们预计2023年-2025年公司黄金产量分别为1/1.5/2.59吨；锑产量分别为3510/13763/19763吨。价格方面，我们维持黄金慢牛判断，2023年生意社披露的中国现货黄金价格均值为450.1元/克，我们预计2024-2025年金价均值分别为460元/克、470元/克；锑价或受到光伏领域需求提振，2023年生意社披露的中国现货锑价格均值为81371元/吨，我们预计2024-2025年锑价均值分别为82500元/吨、83000元/吨。根据上述量价假设，我们预计公司2023-2025年实现营收分别为9.6/15.6/22.3亿元；实现归母净利1.6/3.3/4.7亿元，同比增速分别为5.6%、110.3%、41.5%；实现EPS分别为0.20/0.42/0.60元。截至2024年1月22日收盘，公司67亿市值对应2023-2025年PE分别为42.3x、20.1x、14.2x，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**新项目建设不及预期；气候扰动致现有矿山停产；金、锑价格大幅下降。

股票数据

总股本(百万股):	787.30
流通 A 股(百万股):	787.30
52 周内股价区间(元):	8.01-12.77
总市值(百万元):	6,684.14
总资产(百万元):	5,269.10
每股净资产(元):	3.85

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,408	564	961	1,561	2,225
(+/-)YOY(%)	-40.8%	-59.9%	70.2%	62.5%	42.6%
净利润(百万元)	151	150	158	332	470
(+/-)YOY(%)	108.1%	-0.6%	5.6%	110.3%	41.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.19	0.20	0.42	0.60
毛利率(%)	29.0%	45.7%	50.7%	51.1%	51.6%
净资产收益率(%)	5.6%	5.2%	5.2%	9.9%	12.3%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 华钰矿业：扎根西藏、走向海外的锑矿企业	6
1.1. 发展历程	6
1.2. 股权结构	6
1.3. 业务构成	7
2. 锑：光伏需求或成锑价上涨动力	8
3. 矿山端形成以扎西康为主力，海内外金/锑矿储备的格局	10
3.1. 国内西藏地区-扎西康矿山和拉屋矿山	12
3.2. 塔吉克斯坦-塔铝金业	13
3.3. 埃塞俄比亚-Da Tambuk 和 Mato Bula 金矿项目	14
3.4. 国内贵州地区-泥堡金矿	15
4. 盈利预测	16
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司历史沿革	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 公司营业收入占比	7
图 4: 公司毛利占比	7
图 5: 营业收入及同比增速	8
图 6: 归母净利及同比增速	8
图 7: 主要业务毛利率	8
图 8: 毛利率和净利率	8
图 9: 2022 年锑矿石全球储量分布 (万吨)	8
图 10: 全球锑矿产量及增速	8
图 11: 锑产业链	9
图 12: 锑精矿总产量	9
图 13: 锑精矿实际消费量	9
图 14: 锑锭价格走势及中国 GDP 增速	10
图 15: 中国光伏发电新增并网容量 (累计值)	10
图 16: 金属锑成本和利润	10
图 17: 锑精矿成本和利润	10
图 18: 扎西康矿山位置示意图	12
图 19: 塔铝金业选矿厂	14
图 20: 泥堡金矿位置示意图	15
表 1: 参控股公司	7
表 2: 公司自有矿山	10
表 3: 纳入公司合并报表范围内探矿及采矿权证书情况	11
表 4: 参股公司探矿及采矿权证书情况	12
表 5: 扎西康矿山生产选矿处理量及产量	12
表 6: 拉屋矿山生产选矿处理量及产量	13
表 7: 塔金矿山选矿处理量及精矿产量	14
表 8: 公司矿山整理	16
表 9: 各金属价格预测	16
表 10: 公司部分产品产量预测	17

表 11: 公司业务收入拆分	17
表 12: 可比公司估值表	18

1. 华钰矿业：扎根西藏、走向海外的锑矿企业

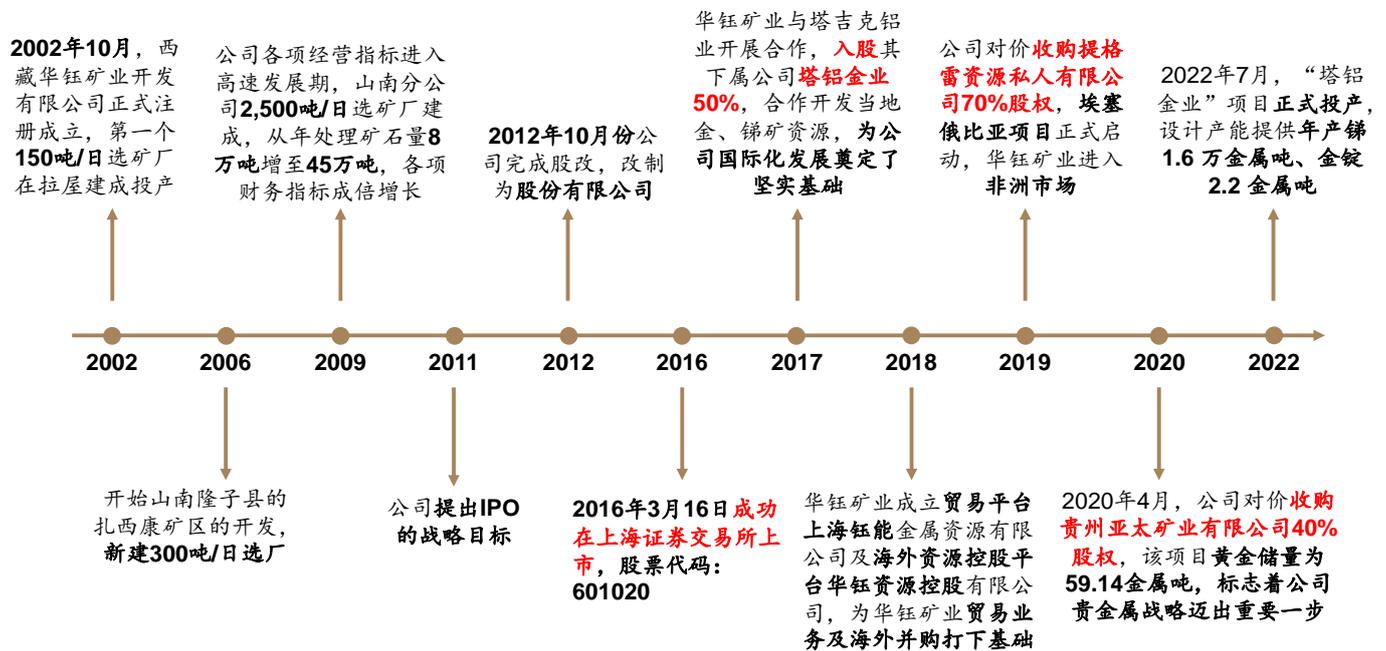
公司主要从事有色金属勘探、采矿、选矿及贸易业务，主要产品包括锌精矿、铅锑精矿(含银)、铜精矿等。

1.1. 发展历程

公司以有色金属探、采、选为主营业务，以拓展有色金属资源储量为核心，立足西藏、面向全国、走向海外，在资源优势的基础上扩大夯实采、选矿加工产业链。

2002年10月，西藏华钰矿业开发有限公司正式注册成立，第一个150吨/日选矿厂在拉屋建成投产。2006年，开始山南隆子县的扎西康矿区的开发，新建300吨/日选厂。2016年3月16日，公司成功在上海证券交易所上市。为增强公司持续发展能力，把握稀贵金属发展机遇，2017年开始公司步入海外收购之路。公司2017年收购塔铝金业50%股权，可控资源量黄金金属量49.9吨、锑金属量26.46万吨；2019年收购埃塞俄比亚提格雷私人有限公司70%股权，可控资源量黄金金属9.475吨；2020年收购贵州亚太矿业有限公司40%股权，可控资源量黄金金属59.14吨。2022年，“塔铝金业”项目于4月竣工试生产，7月正式投产。项目达产后年处理矿石量为150万吨，年产锑1.6万金属吨、金锭2.2金属吨。

图 1：公司历史沿革

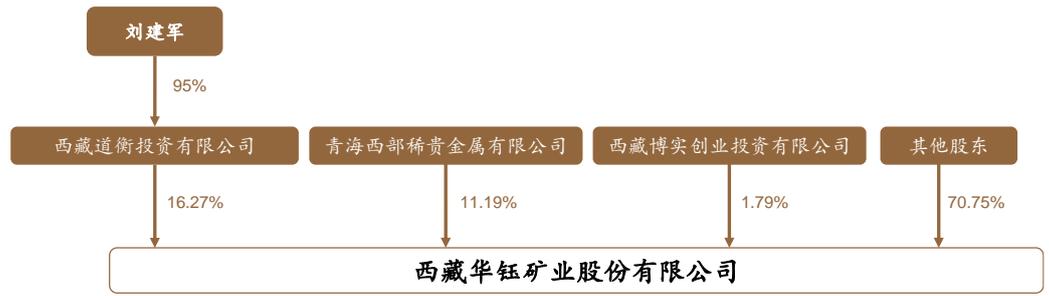


资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

1.2. 股权结构

公司的实控人为刘建军，截至2022年报，刘建军持有西藏道衡投资有限公司95%股份。截至2023年三季报，西藏道衡投资有限公司持有公司16.27%的股份，为公司控股股东。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所，控股股东持股比例截至 2023 年三季度，股权穿透截至 2022 年报

1.3. 业务构成

截至 2023 年中报，公司集团内有 10 家子公司和 1 家合营企业，主营矿产品采选加工和贸易等业务。公司生产分采掘和选矿两大环节，其中采掘业务采用外包形式组织生产，选矿业务采用自营形式组织生产。

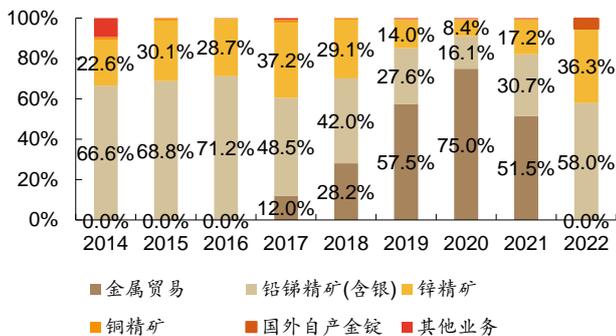
表 1：参控股公司

企业名称	参控关系	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)	
					直接	间接
西藏山南华钰经销有限公司	全资子公司	西藏山南	西藏山南	矿产品贸易	100	
西藏中泓工贸有限公司	全资子公司	西藏拉萨	西藏拉萨	矿产品的加工、销售	100	
西藏日喀则嘉实矿业有限公司	控股子公司	西藏日喀则	西藏日喀则	矿产品采选	60	
西藏华钰融信经贸有限公司	全资子公司	西藏拉萨	西藏拉萨	矿产品贸易	100	
上海钰能金属资源有限公司	全资子公司	上海	上海	矿产品贸易	100	
华钰资源控股有限公司	全资子公司	香港	香港	矿产品贸易	100	
“塔铝金业”封闭式股份公司	控股子公司	塔吉克斯坦	塔吉克斯坦	矿产品采选	50	
华钰资源国际控股有限公司	间接全资子公司	香港	香港	有色金属及有色矿产品贸易		100
丝路资源投资有限公司	间接全资子公司	塞舌尔共和国	塞舌尔共和国	对外投资		100
提格雷私人资源有限公司	间接控股子公司	埃塞俄比亚	埃塞俄比亚	矿产品采选		70
贵州亚太矿业有限公司	合营企业	贵州兴义	贵州兴义	矿产品采选	40	

资料来源：Wind，公司公告-2022 年报，德邦研究所

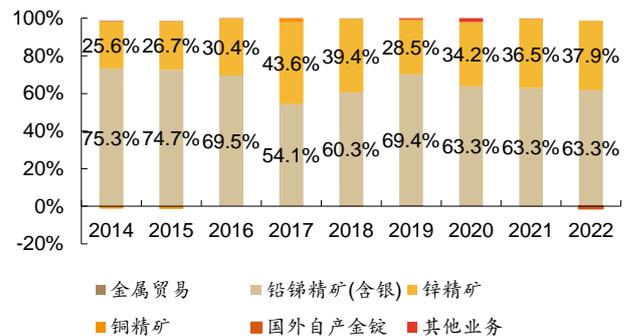
从公司营业收入及毛利结构来看，公司绝大部分收入来自铅锑精矿（含银），2022 年占比达到 58%；铅锑精矿（含银）业务贡献 50% 以上的毛利。

图 3：公司营业收入占比



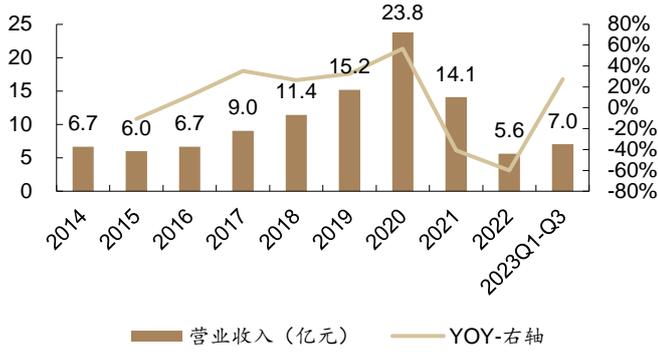
资料来源：iFinD，公司公告，德邦研究所

图 4：公司毛利占比



资料来源：iFinD，公司公告，德邦研究所

图 5: 营业收入及同比增速



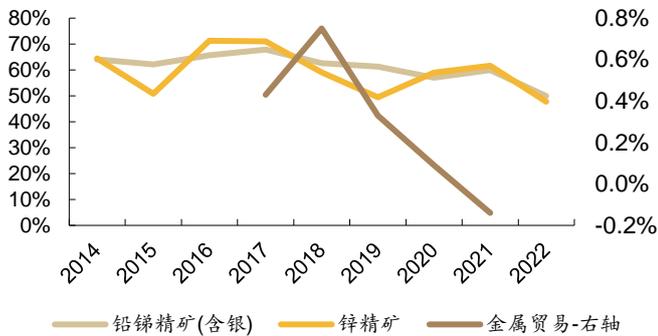
资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 归母净利润及同比增速



资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

图 7: 主要业务毛利率



资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

图 8: 毛利率和净利率

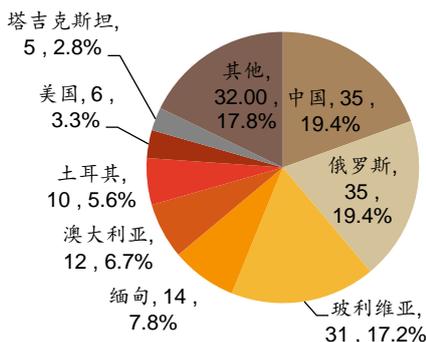


资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

2. 锑: 光伏需求或成锑价上涨动力

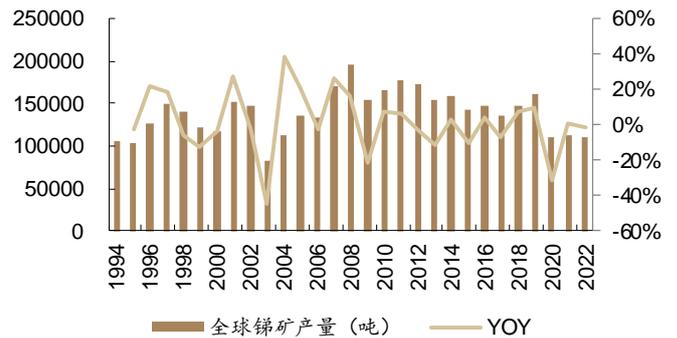
锑是一种金属元素, 为质脆有光泽的银白色固体, 有毒, 有独特的热缩冷胀性, 无延展性。截至 2022 年, 据美国地质调查局数据, 全球锑矿石储量为 180 万吨, 主要分布在中国 35 万吨 (占比 19.4%)、俄罗斯 35 万吨 (占比 19.4%)、玻利维亚 31 万吨 (占比 17.2%); 2022 年全球锑矿产量为 11 万吨, 其中中国产 6 万吨 (占比 54.5%)、俄罗斯产 2 万吨 (占比 18.2%)、塔吉克斯坦 1.7 万吨 (占比 15.5%)。

图 9: 2022 年锑矿石全球储量分布 (万吨)



资料来源: Wind, USGS, 德邦研究所

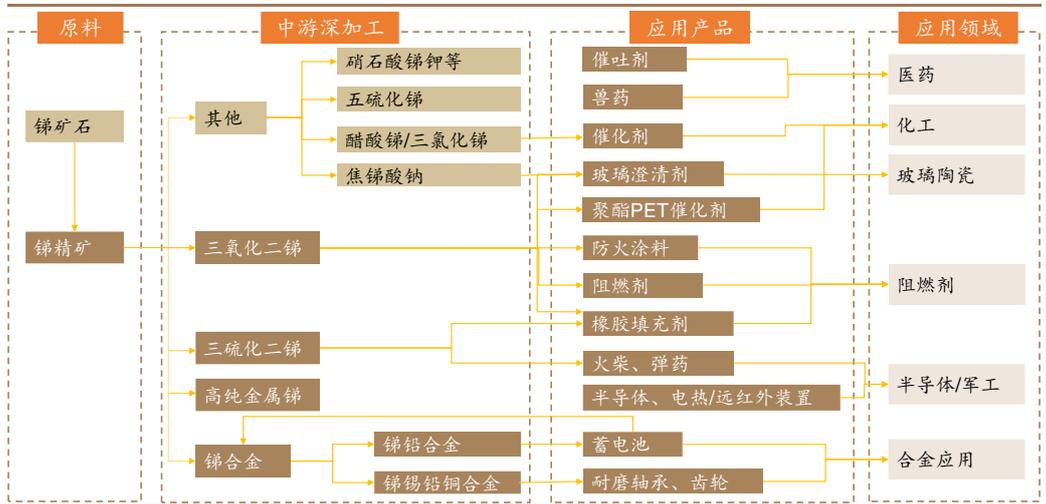
图 10: 全球锑矿产量及增速



资料来源: Wind, USGS, 德邦研究所

铋被广泛用于生产各种阻燃剂、合金、陶瓷、玻璃、颜料、半导体元件、医药及化工等领域。据华经产业研究院，2021年下游需求中阻燃剂占比55%，铅酸蓄电池占比15%，聚酯催化剂占比15%，玻璃陶瓷占比10%。其中阻燃剂是将它的氧化物(三氧化二铋)用于制造耐火材料，三氧化二铋形成铋的卤化物的过程可以减缓燃烧，这些阻燃剂常应用于儿童服装、玩具、飞机和汽车座套等，也常用作玻璃纤维复合材料工业中聚酯树脂的添加剂，如轻型飞机的发动机盖。

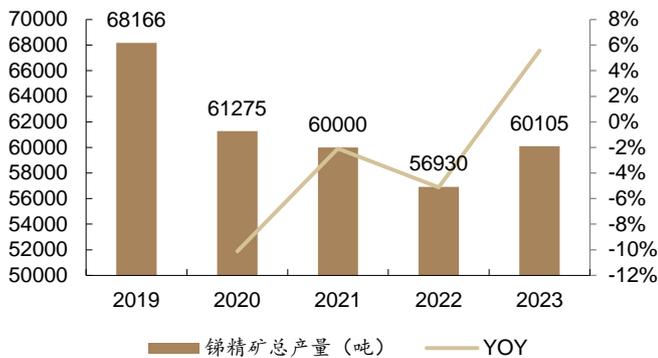
图 11：铋产业链



资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

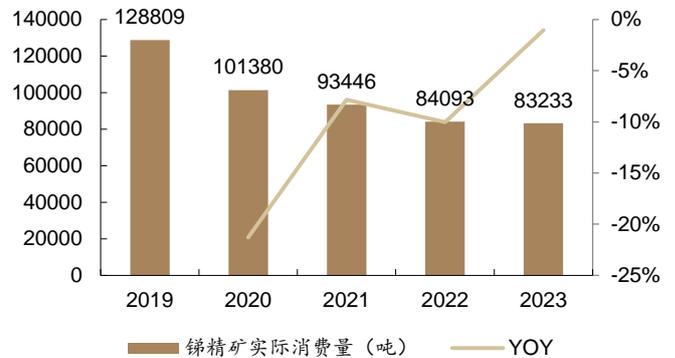
据百川盈孚数据，2023年中国铋精矿总产能为15万吨/年，产量为60105吨，同比增加5.6%；铋精矿实际消费量为83233吨，较2022年减少1.0%。

图 12：铋精矿总产量



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

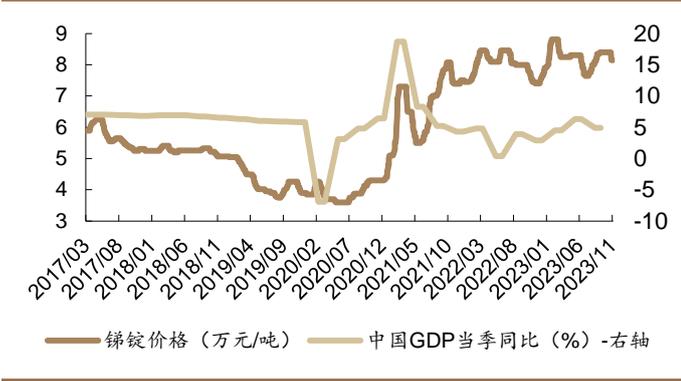
图 13：铋精矿实际消费量



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

价格方面，2020年三季度下游铋品国际市场销量有所回升，国内需求逐步恢复，但由于国际疫情影响，来自俄罗斯、缅甸、塔吉克斯坦等国家的铋精矿进口量大幅减少，国内铋矿随着开采深度及难度增加，以及成本因素的加持产量减少，国内市场整体铋矿供应愈加紧张，铋精矿价格迎来需求与价格的双重上涨局面。2021年之前，铋价和GDP增速拟合较好，之后铋价和GDP增速出现较大背离，我们认为主要是光伏并网容量增长提振玻璃陶瓷领域玻璃澄清剂需求。2022年以来铋价基本稳定在8万元/吨左右。

图 14: 锡锭价格走势及中国 GDP 增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 德邦研究所

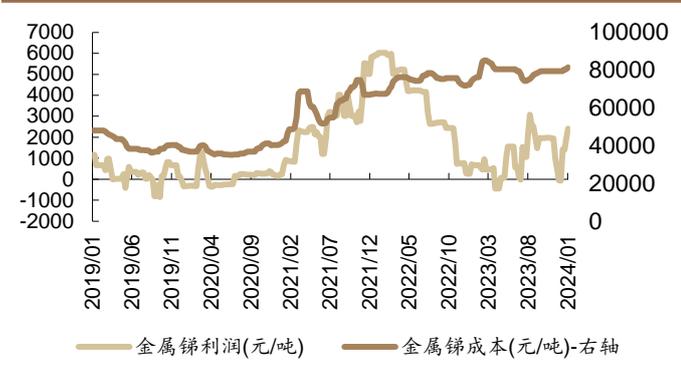
图 15: 中国光伏发电新增并网容量 (累计值)



资料来源: Wind, 国家能源局, 德邦研究所

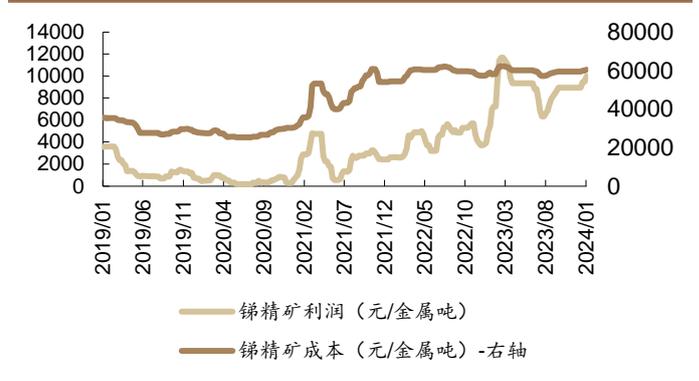
成本和利润方面, 据百川盈孚数据, 截至 2024 年 1 月 5 日, 金属锡成本为 81463 元/吨, 利润 2406 元/吨; 锡精矿成本为 60520 元/金属吨, 利润 9980 元/金属吨。

图 16: 金属锡成本和利润



资料来源: 百川盈孚, 德邦研究所

图 17: 锡精矿成本和利润



资料来源: 百川盈孚, 德邦研究所

3. 矿山端形成以扎西康为主力, 海内外金/锡矿储备的格局

公司矿产资源布局海内外。截至 2022 年末, 公司国内可控制有色金属铅资源量 86 万金属吨、锌资源量 143 万金属吨、锡资源量 16 万金属吨、银 2375 金属吨、铜资源量 14598 金属吨, 均已在自然资源部完成备案手续。此外, 塔铝铝业可控资源储量锡、金分别达到 26.46 万金属吨、49.90 金属吨, 该资源储量已在塔吉克斯坦共和国国家资源储量委员会备案。控股子公司提格雷资源可控资源储量黄金为 9.475 金属吨, 根据埃塞俄比亚法律规定, 资源储量无需在埃塞俄比亚有权机关备案。参股公司亚太矿业黄金储量为 59.14 金属吨, 该资源储量已经在贵州省自然资源厅备案。

表 2: 公司自有矿山

矿山名称	主要品种	资源量	储量	品位	年产量	资源剩余可开采年限
西藏自治区隆子县扎西康铅锌多金属矿山	铅、锌、锡、银	铅: 39 万吨金属量	铅: 20 万吨金属量	铅: 1.63%	铅: 1.3 万吨金属量	20 年
		锌: 83 万吨金属量	锌: 38 万吨金属量	锌: 3.12%	锡: 2,288 吨金属量	
		锡: 8 万金属量	锡: 5 万吨金属量	锡: 0.80%	银: 51 吨金属量	
		银: 1592 吨金属量	银: 802 吨金属量	银: 65.78 克/吨	锌: 1.7 万吨金属量	
西藏自治区隆子县桑日则铅锌多金属矿	铅、锌、锡、银	铅: 4268 吨金属量	铅: 1.78%		暂未生产	探矿阶段
		锌: 7852 吨金属量	锌: 3.27%			

西藏自治区隆子县柯月铅多金属矿	铅、锌、镉、银	锑: 1003 吨金属	镉: 0.42%			
		银: 10 吨金属量	银: 42.37 克/吨			
		铅: 20 万吨金属量	铅: 11 万吨金属量	铅: 2.80%		
		锌: 17 万吨金属量	锌: 9 万吨金属量	锌: 2.29%	暂未生产	探矿权转采矿权办理阶段
西藏自治区当雄县拉屋矿区铜锌矿	铜、锌、银	镉: 8 万吨金属吨	镉: 4 万吨金属吨	镉: 0.99%		
		银: 605 吨金属量	银: 341 吨金属量	银: 90.23 克/吨		
		锌: 6975 吨金属量	锌: 6975 吨金属量	锌: 2.82%		
		铜: 2707 吨金属量	铜: 2707 吨金属量	铜: 1.10%	选厂未生产	3 年
西藏自治区当雄县拉屋矿区铜铅锌矿	铜、铅、锌、银	银: 4 吨金属量	银: 4 吨金属量	银: 17.82 克/吨		
		锌: 5 万吨金属量		铜: 0.63%		
		铅: 19326 吨金属量	探矿权阶段	铅: 1.02%	暂未生产	探矿权转采矿权阶段
		铜: 11891 吨金属量		锌: 2.78%		
西藏自治区昂仁县查个勒矿区铜铅锌矿	铅、锌、银	银: 97 吨金属量	银: 97 吨金属量	银: 51.15 克/吨		
		铅: 24 万吨金属量	铅: 18 万吨金属量	铅: 2.26%		
		锌: 37 万吨金属量	锌: 26 万吨金属量	锌: 3.21%	暂未生产	探矿权转采矿权阶段
		银: 67 吨金属量	银: 47 吨金属量	银: 5.76 克/吨		
贵州亚太矿业有限公司普安县泥堡金矿采矿证、贵州省兴仁县泥堡南金矿详查探矿权	金	黄金: 59.14 金属吨	黄金: 43.3 金属吨	黄金: 3.91 克/吨	暂未生产	12 年
塔铝金业康桥奇矿集区	金、锑	黄金: 49.009 金属吨	黄金: 49.009 金属吨	锑: 1.15%	锑: 1.6 万吨金属量	14 年
		锑: 26.46 万金属吨	锑: 26.46 万金属吨	黄金: 2.17 克/吨	黄金: 2.2 吨金属量	
埃塞俄比亚 DaTambuk 和 MatoBula	金	黄金: 11.50 金属吨	黄金: 9.475 金属吨	黄金: 4.14 克/吨	暂未生产	10 年

资料来源: 公司公告-2022 年报, 德邦研究所

截至 2022 年末, 在合并报表范围内, 公司在国内拥有 2 项采矿权 (为西藏山南隆子县扎西康铅锌多金属矿采矿权和西藏拉萨市当雄县拉屋铜锌多金属矿采矿权) 及 4 项探矿权 (西藏拉萨当雄县拉屋铜铅锌矿详查探矿权、西藏山南隆子县桑日则铅锌多金属矿详查探矿权、西藏山南隆子县柯月矿区外围铅矿详查、西藏日喀则昂仁县查个勒矿区外围铅锌矿勘探探矿权), 公司拥有 3 个海外采矿权, 即塔吉克斯坦康桥奇矿集区锑、金采矿权 (康桥奇采矿权)、埃塞俄比亚 Da Tambuk 采矿权和 Mato Bula 采矿权。公司参股公司贵州亚太矿业有限公司 (亚太矿业) 拥有 1 项采矿权 (贵州亚太矿业有限公司普安县泥堡金矿采矿权) 及 1 项探矿权 (贵州省兴仁县泥堡南金矿详查探矿权)。

2022 年公司按期完成了主力矿山隆子县扎西康铅锌多金属矿采矿证的延续工作, 有效期 10 年。同时, 公司持续推进名下矿产资源探矿权转采矿权、采矿权续期等工作, 其中, 柯月项目已获得西藏自治区发改委核准批复, 2022 年底完成了柯月项目核准延续工作, 柯月项目所有资料齐全有效。查个勒项目获得西藏自治区生态环境厅批复, 项目将进入申报、核准和申请办理采矿证环节。控股子公司提格雷资源私人有限公司所有的非洲埃塞俄比亚提格雷资源项目 2 金矿项目受当地政治环境影响, 致使项目未能动工, 目前项目各项证照包括环评工作均已完成并取得了政府批文, 矿区附近现拥有简易办公场所, 适时可以启动开发建设工作。亚太矿业泥堡项目方面, 2022 年各项开发建设前期工程进展顺利, 项目先后完成资源储量核实报告及评审、三合一环境影响报告、尾矿库及堆浸场项目备案、社会稳定风险评估、水土保持方案报告、项目用地规划等。

表 3: 纳入公司合并报表范围内探矿及采矿权证书情况

项目	证书编号	有效期	矿种	面积 (平方公里)	生产规模 (万吨)	所有者	权益比例
扎西康采矿权	C5400002011043220111478	2022 年 11 月 11 日至 2032 年 11 月 11 日	铅矿、锌多金属矿	3.16	60	公司本部	100%
拉屋采矿权	C5400002010053210064092	2013 年 4 月 11 日至 2027 年 11 月 11 日	铜矿、锌矿	3.7	7.8	公司本部	100%
康桥奇采矿权	NO:17	2017 年 4 月 27 日至 2040 年 11 月 28 日	锑矿、金矿	2.46	150	塔铝金业	50%
DaTambuk 采矿权	MOMLSML\168\2017	2019 年 5 月 23 日至 2025 年 5 月 22 日	金矿	2.98	30	提格雷资源	70%
MatoBula 采矿权	MOMLSML\166\2017	2019 年 5 月 23 日至 2031 年 5 月 22 日	金矿	7.69			

桑日则探矿权	T5400002008063050008482	2021年4月2日至2026年4月2日	-	15.39	-	公司本部 100%
拉屋探矿权	T5400002008083010012572	2021年4月2日至2026年4月2日-	-	17.02	-	公司本部 100%
查个勒探矿权	T5400002008103010015907	2021年4月2日至2026年4月2日--嘉实矿业	-	2.62	-	嘉实矿业 60%
柯月探矿权	T5400002008103010016493	2021年1月6日至2026年1月6日	-	20.3	-	公司本部 100%

资料来源：公司公告-《2019年西藏华钰矿业股份有限公司可转换公司债券2023年跟踪评级报告》，德邦研究所

表 4：参股公司探矿及采矿权证书情况

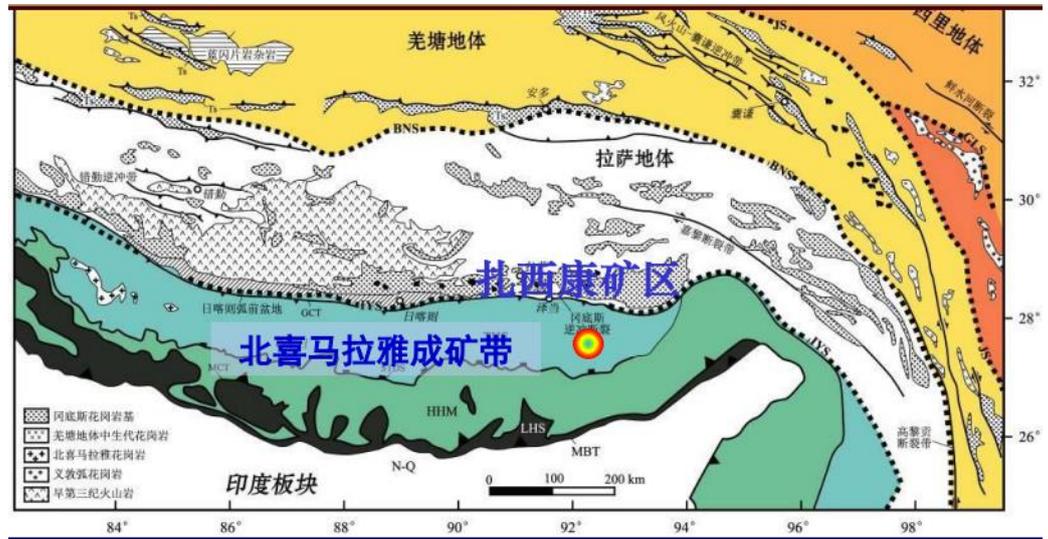
项目	证书编号	有效期	矿种	面积(平方公里)	生产规模(万吨)	所有者	权益比例
泥堡金矿采矿权	C5200002011034120117572	2021年2月至2051年2月	金矿	4.914	66	亚太矿业	40%
泥堡南金矿探矿权	T5200002009044010028211	2023年4月19日至2025年4月18日	-	1.61	-		

资料来源：公司公告-《2019年西藏华钰矿业股份有限公司可转换公司债券2023年跟踪评级报告》，德邦研究所

3.1. 国内西藏地区-扎西康矿山和拉屋矿山

公司主力矿山扎西康矿山坐落在北喜马拉雅成矿带上，扎西康矿山铅、锌、银的保有资源量地质品位分别 1.63%、3.12%和 65.78 克/吨，达到可开采用标准的锑品位 0.80%。扎西康矿山核定生产能力为 60 万吨/年，经营主体为山南分公司。

图 18：扎西康矿山位置示意图



资料来源：《藏南扎西康锰铁锡多金属矿找矿重大突破的意义及启示》，德邦研究所

2017-2021 年扎西康矿山处理矿石量均在核定产能以上，达到满产，2022 年主要系藏历新年导致开工天数较少以及出于安全生产考虑，扎西康矿山处理矿石量为 59.40 万吨，精矿总产量为 6.02 万吨，均有所下降。2022 年扎西康矿山产铅金属 13429 吨、锌 16827 吨、锑 2288 吨以及银 51344 千克。

表 5：扎西康矿山生产选矿处理量及产量

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
处理矿石量(吨)	695308	744944	709826	611893	654098	594044
精矿总产量(吨)	84299	86634	86045	71675	70773	60244
锌精矿	45768	44657	45640	38414	38788	31972
铅锑精矿	38531	41977	40406	33261	31985	28273
精矿中含铅	18249	19078	17428	15494	15308	13429

精矿中含锌	23739	22994	23563	20522	20712	16827
精矿中含镉 (吨)	4001	4742	4451	3421	3047	2288
精矿中含银 (千克)	69394	约 73.8 吨	73908	59825	60738	51344

资料来源:公司公告-可转换公司债券跟踪评级报告, 德邦研究所

拉屋采矿和探矿项目坐落在念青唐古拉铅锌银铁多金属成矿带上, 拉屋矿山中锌和铜品位分别为 2.82% 和 1.10%, 银品位为 17.82 克/吨, 核定生产能力为 7.8 万吨/年, 经营主体为拉屋分公司。拉屋矿山矿石品位和金属回收率相对较低, 且海拔高、生产难度大, 使得精矿采选成本高, 产能利用率低, 2021 年实现复产, 处理矿石量达 1.52 万吨, **2022 年未生产**。

表 6: 拉屋矿山生产选矿处理量及产量

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
处理矿石量 (吨)	35756	33793	21509	-	15179	-
精矿总产量 (吨)	4581	2258	2133	-	1635	-
铜精矿	1466	949	957	-	592	-
锌精矿	3114	1309	1176	-	1044	-
精矿中含铜	270	168	204	-	58	-
精矿中含锌	1310	581	550	-	343	-
精矿中含银 (千克)	1505	668	517	-	252	-

资料来源:公司公告-可转换公司债券跟踪评级报告, 德邦研究所

3.2. 塔吉克斯坦-塔铝金业

“塔铝金业”封闭式股份公司(英文:Closed Joint Stock Company “TALCO GOLD”)成立于 2017 年 4 月 27 日, 依法开发使用“康桥奇”矿集区。康桥奇矿区位于塔吉克斯坦共和国中部, 隶属索格特州艾宁斯基区, 距离首都杜尚别 180Km。塔铝金业拥有一份矿产使用权证, 采矿权范围包括含康桥奇、楚儿波、斯勤勒三个矿段, 采矿权的资源储量种类主要为金、锑。根据塔吉克斯坦共和国国家资源储量委员会出具的储量备案证明, 矿区范围内保有(C1+C2)级别资源储量 2300 万吨, 金金属量 49897.11 千克, 平均地质品位 2.17 克/吨, 锑金属量 264616 吨, 平均地质品位 1.15%/吨, 属于井下开采的特大型金锑矿。

图 19: 塔铝金业选矿厂



资料来源: 中国有色金属报, 德邦研究所

2018年3月6日, 塔吉克铝业和公司按照协议约定在中亚证券交易所完成交割。自交割完成日起, 公司合法持有塔铝金业 50% 的权益, 另 50% 权益由塔吉克铝业持有; 2018年6月24日, 塔铝金业塔吉克斯坦康桥奇完成开工庆典; 2022年7月, 塔铝金业项目已正式投产, 2022年处理矿石量 52.3 万吨, 产精矿 5986 吨, 其中锑精矿 1821 吨, 金精矿 4165 吨。

塔金矿山核定生产能力为 150 万吨/年, 经营主体为塔铝金业, 若满产, 每年可生产锑 1.6 万吨金属量、黄金 2.2 吨金属量。

表 7: 塔金矿山选矿处理量及精矿产量

	2022
处理矿石量 (吨)	523040
精矿总含量 (吨)	5986
锑精矿	1821
金精矿	4165

资料来源: 公司公告-可转换公司债券跟踪评级报告, 德邦研究所

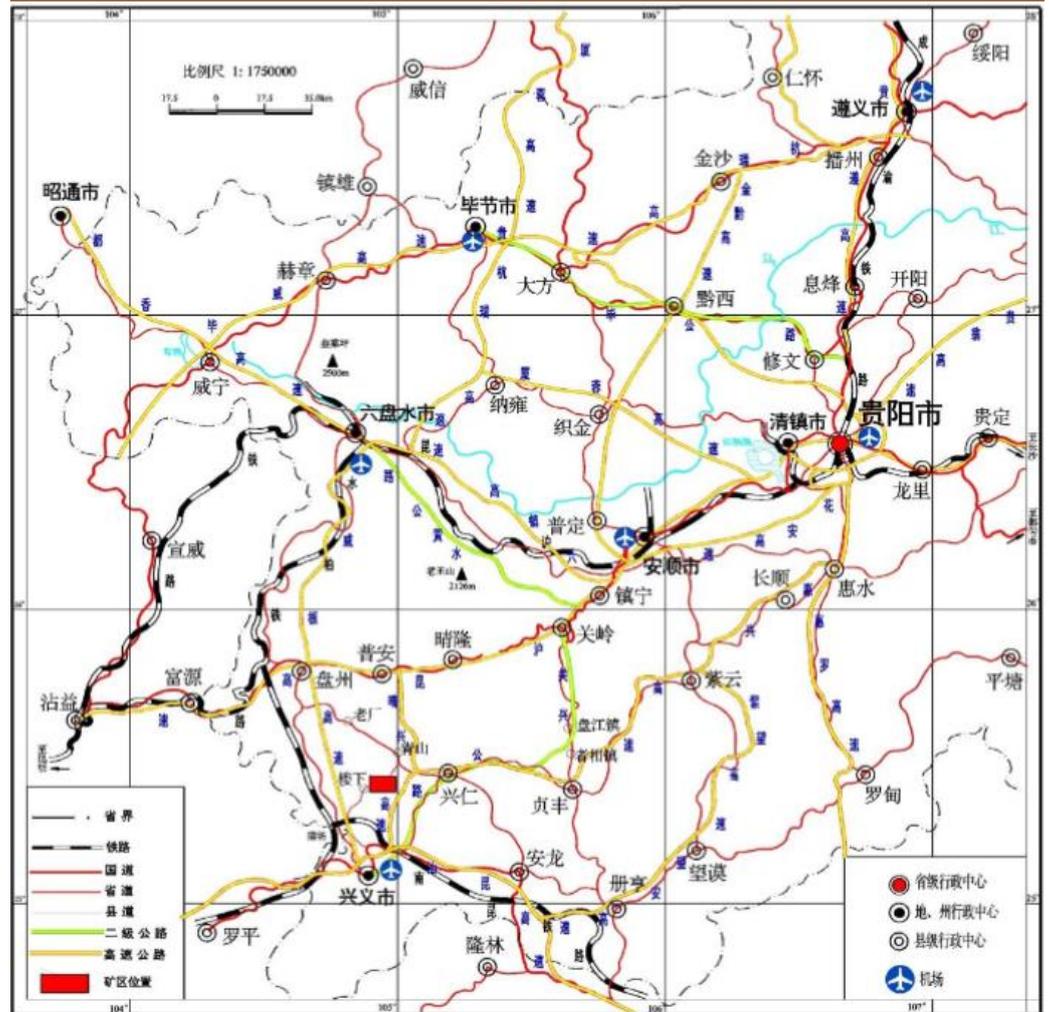
3.3. 埃塞俄比亚-Da Tambuk 和 Mato Bula 金矿项目

2019年6月28日, 公司全资子公司丝路资源投资有限公司与提格雷埃塞俄比亚控股公司、提格雷资源私人有限公司签订了《股权买卖协议》及《合资经营合同》, 丝路资源以 120 万美元对价收购提格雷资源私人有限公司 70% 股权, 后续将与其他股东方共同经营提格雷资源私人有限公司。目前, 提格雷资源私人有限公司拥有两份矿产使用权证 (采矿权证): Da Tambuk 和 Mato Bula 使用权证, 可控黄金资源储量为 9.475 金属吨。2023 年度上半年, 埃塞俄比亚金矿项目受宏观环境及当地政治环境影响, 项目未能动工。Da Tambuk 和 Mato Bula 拥有黄金资源量 11.50 金属吨, 储量 9.475 金属吨, 黄金品位 4.14 克/吨。

3.4. 国内贵州地区-泥堡金矿

2020年4月公司对价5亿元收购贵州亚太矿业有限公司(核心资产:泥堡金矿)40%股权。贵州泥堡金矿区处于贵州贞丰—普安—兴仁世界级重要金矿成矿带上,项目本身资源优势明显,矿体水平及深部的矿脉、矿带尚有较强的找矿潜力。亚太矿业目前拥有一宗采矿权证:贵州亚太矿业有限公司普安县泥堡金矿采矿权,一宗探矿权证:贵州省兴仁县泥堡南金矿详查探矿权。亚太矿业资源量为黄金59.14金属吨,储量为黄金43.3金属吨,黄金品位3.91克/吨。

图 20: 泥堡金矿位置示意图



资料来源:公司公告-贵州亚太矿业有限公司泥堡金矿(整合)采矿权、泥堡金矿勘探和泥堡南金矿详查探矿权评估报告(俊成矿评报字[2019]第141号),德邦研究所

泥堡金矿项目总体设计生产规模100万吨/年,2023年1~6月各项开发建设相关工作进展顺利,项目建设内容主要包含露天开采、地下开采、选厂、尾矿库、氧化矿堆浸场及其他辅助设施。截至2023中报,项目先后完成资源储量核实报告及评审、采、探矿证延续、尾矿库及堆浸场项目备案、发改委核准项目的批复,以及环评、安评、节能、水保、临时用地等文件,氧化矿堆浸场已通过预验收,正在开展露天开采建设相关工作,其他工作按计划正常推进。

公司已经形成扎西康为主力矿山,不断向海外探寻金锑资源作为补充的格局。2022年扎西康仍旧为主力矿山,塔金项目开始贡献增量,塔铝金业投产满产后,公司锑产量有望达到2.1万吨;埃塞俄比亚金矿项目和亚太矿业泥堡项目落地后,公司黄金产量有望迈上新台阶。

表 8：公司矿山整理

矿山名称	地址	所属主体	上市公司 股权比例	状态	是否并表	生产规模 (万吨)	2022 年产量				
							铅 (吨)	锌 (吨)	锑 (吨)	银 (千克)	金 (千克)
扎西康矿山	西藏	山南分公司	100%	在产	是	60	13429	16827	2288	51344	
拉屋矿山	西藏	拉屋分公司	100%	在产, 2022 年因故未生产	是	7.8	-	-	-	-	
“康桥奇”矿集区	塔吉克斯坦	塔铝金业	50%	在产	是	150					75.07
Da Tambuk 和 Mato Bula 金矿项目	埃塞俄比亚	提雷格投资	70%	建设前期准备阶段	是	30					
泥堡金矿	贵州	亚太矿业	40%	建设前期准备阶段	否, 合营企业	100					
合计						347.8	13429	16827	2288	51344	75

资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所整理

4. 盈利预测

价格方面，我们维持黄金慢牛判断，2023 年生意社披露的中国现货黄金价格均值为 450.1 元/克，我们预计 2024-2025 年金价均值分别为 460 元/克、470 元/克；锑价或受到光伏领域需求提振，2023 年生意社披露的中国现货锑价格均值为 81371 元/吨，我们预计 2024-2025 年锑价均值分别为 82500 元/吨、83000 元/吨。各金属价格预测如下：

表 9：各金属价格预测

金属品类	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E
铅	元/吨	15366	15232	15664	15000	15000
白银	元/千克	5204	4717	5557	5600	5700
锌	元/吨	22973	25177	21606	22000	22000
铜	元/吨	68655	67410	68328	70000	70000
黄金	元/克	375	392	450	460	470
锑	元/吨	65254	79041	81371	82500	83000

资料来源：iFinD，生意社，德邦研究所预测

产量方面，公司已经形成扎西康为主力矿山，不断向海外探寻金锑资源作为补充的格局。我们预计扎西康矿山维持平稳生产；塔金矿业 2022 年已进行生产，预计 2023-2025 年产量逐渐爬坡；截至 2023 中报，泥堡金矿正在开展露天开采建设相关工作。以下是对公司主要增量产品，即金、锑金属的产量预测，我们预计 2023 年-2025 年公司黄金产量分别为 1/1.5/2.59 吨；锑产量分别为 3510/13763/19763 吨。

表 10: 公司部分产品产量预测

	2022	2023E	2024E	2025E
黄金产量 (吨)				
塔铝金业康桥奇矿集区	0.08	1.00	1.50	2.20
泥堡金矿				0.39
总计	0.08	1.00	1.50	2.59
权益产量				
	0.04	0.50	0.75	1.26
锑产量 (吨)				
塔铝金业康桥奇矿集区		500	10000	16000
扎西康矿业	2288	3010	3763	3763
总计	2288	3510	13763	19763
权益产量				
	2288	3260	8763	11763

资料来源: 公司公告, 德邦研究所预测

公司分产品营收、毛利细拆如下:

表 11: 公司业务收入拆分

业务细分	单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
锌精矿	营业收入	242	205	190	233	232
	YOY	20.9%	-15.3%	-7.0%	22.5%	-0.6%
	营业成本	93	107	119	140	140
	YOY	13.2%	15.2%	10.8%	18.1%	0.0%
	毛利	149	98	72	93	92
	YOY	26.3%	-34.4%	-26.5%	29.8%	-1.4%
铅锑精矿(含银)	毛利率	61.59%	47.74%	37.73%	39.97%	39.63%
	营业收入	432	327	327	659	827
	YOY	12.8%	-24.2%	-0.1%	101.6%	25.5%
	营业成本	173	164	149	312	397
	YOY	5.4%	-5.3%	-9.4%	110.3%	26.9%
	毛利	259	163	178	347	430
铜精矿	YOY	18.3%	-36.8%	9.2%	94.3%	24.1%
	毛利率	59.89%	49.91%	54.56%	52.60%	52.05%
	营业收入	4	3	12	12	12
	YOY		-28.7%	359.3%	2.4%	0.0%
	营业成本	2	2	11	11	11
	YOY		1.0%	356.2%	0.0%	0.0%
国外自产金锭	毛利	1	0	1	1	1
	YOY		-82.7%	391.8%	26.6%	0.0%
	毛利率	35.41%	8.57%	9.18%	11.35%	11.35%
	营业收入		28	425	651	1149
	YOY			1429.3%	53.3%	76.5%
	营业成本		31	191	295	525
国外自产金锭	YOY			516.9%	54.5%	77.9%
	毛利		-3	234	356	624
	YOY			-7358.5%	52.3%	75.3%
	毛利率		-11.59%	54.99%	54.64%	54.27%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所预测

可比公司方面, 我们选取一家锑生产企业(湖南黄金), 两家黄金生产企业(山东黄金、中金黄金)。根据上述量价假设, 我们预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 9.6/15.6/22.3 亿元; 实现归母净利 1.6/3.3/4.7 亿元, 同比增速分别为 5.6%、110.3%、41.5%; 实现 EPS 分别为 0.20/0.42/0.60 元。截至 2024 年 1 月 22 日

收盘，公司 67 亿市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 42.3x、20.1x、14.2x，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值表

证券简称	证券代码	市值 (亿元)	PE			EPS (元/股)			收盘价 (元)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
湖南黄金	002155.SZ	131	18.1	12.8	9.7	0.60	0.85	1.12	10.88
山东黄金	600547.SH	812	38.5	27.4	20.4	0.52	0.73	0.98	20.02
中金黄金	600489.SH	421	14.5	13.4	12.8	0.60	0.65	0.68	8.68
平均值			23.7	17.9	14.3				
华钰矿业	601020.SH	67	42.3	20.1	14.2	0.20	0.42	0.60	8.49

资料来源：iFinD，上述公司盈利预测均来自德邦研究所预测，估值时间截至 2023 年 1 月 22 日收盘

5. 风险提示

新项目建设不及预期。公司埃塞俄比亚项目、泥堡金矿均处于建设前期阶段，若不及预期会削弱公司盈利能力。

气候扰动致现有矿山停产。主力矿山扎西康位于西藏地区，可能因为气候环境和西藏风俗等原因停产。

金、锑价格大幅下降。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.20	0.42	0.60
每股净资产	5.08	3.83	4.25	4.85
每股经营现金流	0.49	0.15	1.00	1.07
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	42.59	42.29	20.11	14.22
P/B	2.26	2.22	2.00	1.75
P/S	8.46	6.96	4.28	3.00
EV/EBITDA	29.45	14.43	9.69	6.72
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	45.7%	50.7%	51.1%	51.6%
净利润率	23.8%	16.7%	25.1%	25.6%
净资产收益率	5.2%	5.2%	9.9%	12.3%
资产回报率	2.8%	3.0%	5.7%	7.3%
投资回报率	1.4%	5.4%	8.6%	11.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-59.9%	70.2%	62.5%	42.6%
EBIT 增长率	-74.6%	343.5%	67.5%	44.8%
净利润增长率	-0.6%	5.6%	110.3%	41.5%
偿债能力指标				
资产负债率	34.5%	31.1%	30.1%	28.1%
流动比率	0.3	0.4	0.8	1.4
速动比率	0.2	0.2	0.7	1.3
现金比率	0.2	0.2	0.7	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.4	1.0	0.7	1.0
存货周转天数	142.6	120.0	50.0	30.0
总资产周转率	0.1	0.2	0.3	0.3
固定资产周转率	0.3	0.5	0.8	1.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	150	158	332	470
少数股东损益	-16	2	60	99
非现金支出	185	223	222	229
非经营收益	60	30	23	22
营运资金变动	-104	-293	148	20
经营活动现金流	276	119	785	840
资产	-293	-195	-190	-186
投资	0	0	-20	-20
其他	0	-5	-3	-4
投资活动现金流	-293	-200	-213	-211
债权募资	50	130	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-0	-30	-33	-33
融资活动现金流	50	100	-33	-33
现金净流量	37	19	539	596

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 22 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	564	961	1,561	2,225
营业成本	306	473	763	1,076
毛利率%	45.7%	50.7%	51.1%	51.6%
营业税金及附加	26	43	71	101
营业税金率%	4.7%	4.5%	4.6%	4.5%
营业费用	1	2	3	4
营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	146	149	234	334
管理费用率%	25.9%	15.5%	15.0%	15.0%
研发费用	9	18	27	40
研发费用率%	1.6%	1.9%	1.7%	1.8%
EBIT	63	278	465	673
财务费用	-93	89	32	31
财务费用率%	-16.5%	9.3%	2.1%	1.4%
资产减值损失	-14	-1	0	0
投资收益	-16	-5	-3	-4
营业利润	140	181	430	638
营业外收支	7	5	13	15
利润总额	147	186	443	653
EBITDA	233	499	687	902
所得税	13	27	51	84
有效所得税率%	8.7%	14.2%	11.5%	12.8%
少数股东损益	-16	2	60	99
归属母公司所有者净利润	150	158	332	470

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	196	215	754	1,351
应收账款及应收票据	1	4	1	11
存货	178	138	74	105
其它流动资产	21	31	38	37
流动资产合计	395	388	867	1,504
长期股权投资	479	479	499	519
固定资产	1,640	1,955	1,899	1,847
在建工程	658	344	408	456
无形资产	2,112	2,091	2,065	2,042
非流动资产合计	4,935	4,913	4,914	4,907
资产总计	5,330	5,301	5,781	6,411
短期借款	115	165	165	165
应付票据及应付账款	539	407	398	379
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	556	369	466	545
流动负债合计	1,210	941	1,029	1,089
长期借款	186	266	266	266
其它长期负债	444	444	444	444
非流动负债合计	630	710	710	710
负债总计	1,840	1,651	1,739	1,799
实收资本	562	787	787	787
普通股股东权益	2,857	3,016	3,348	3,818
少数股东权益	633	635	695	794
负债和所有者权益合计	5,330	5,301	5,781	6,411

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。