



## 增持（维持）

所属行业：有色金属/工业金属  
当前价格(元)：11.38

### 证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

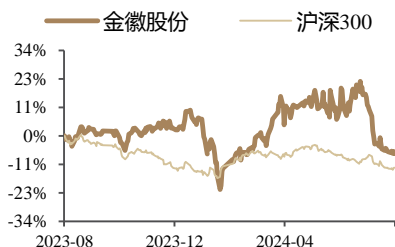
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

### 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(%)	-19.52	-13.46	-16.81
相对涨幅(%)	-15.16	-7.93	-8.72

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《金徽股份(603132.SH)：矿业权出让收益金调整致净利同比下降，江洛矿区整合进行时》，2024.3.25
- 《金徽股份(603132.SH)：资产质地优良，整合加速发展》，2023.12.6

# 金徽股份 (603132.SH)：24H1 铅锌矿量价齐升，净利增超40%

## 投资要点

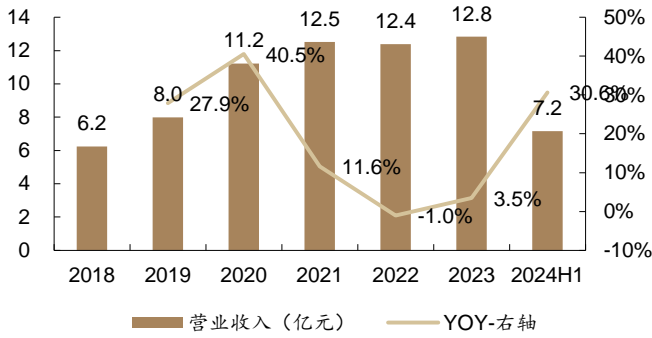
- 事件：公司发布2024年半年报。**公司2024H1实现营收7.2亿元，同比+30.60%，实现归母净利2.1亿元，同比+40.86%，实现扣非归母净利2.2亿元，同比+40.75%。公司营收及净利全面增长，主要系①2024H1公司锌精矿、铅精矿（含银）产销量均实现显著增长；②铅锌银价格上涨叠加铅锌矿冶炼加工费走低，矿端利润持续走强。2024Q2单季度实现营收4.2亿元，环比+39.64%；实现归母净利1.3亿元，环比+65.39%。此外，公司计划向全体股东每10股派发现金红利1.70元，现金分红总额（含税）1.66亿元，占净利润比例77.51%。
- 2024H1铅锭、锌锭、银现货均价同比分别+11.4%、+0.6%、+28.2%，量价齐升业绩高增。价格方面。**2024H1铅锭(1#)均价为16897元/吨，较2023H1的15172元/吨同比+11.4%，而据SMM数据，国产铅精矿（50%）加工费从去年6月的1050元/金属吨大幅降至今年6月的700元/金属吨，铅锭价格走高叠加加工费降低，双重利好公司铅精矿的销售价格；2024H1锌锭(0#)均价为22220元/吨，较2023H1的22087元/吨同比+0.6%，而据SMM数据，国产锌精矿（50%）加工费从去年6月的4850元/金属吨大幅降至今年6月的2700元/金属吨。来到8月，铅锌加工费较6月进一步降低，预计年内公司或将持续受益于加工费走弱。**产销量方面。**2024H1公司生产锌精矿3.07万金属吨，同比增长12.54%，销售3.04万金属吨，同比增长10.09%；公司生产铅精矿（含银）1.06万吨，同比增长12.94%，销售1.09万吨，同比增加16.69%，产量增加主要是收购子公司后产能释放，采选矿量增加致金属量增加。
- 从单位金属盈利来看，2024H1盈利能力同比大幅提升。**公司本部的郭家沟矿区仍贡献主要净利，2024H1归母净利达1.89亿元，全资子公司谢家沟矿业和向阳山矿业均定位铅锌矿开采，2024H1实现归母净利分别为547万元和772万元，全资子公司明昊矿业、宏泰实业、谢家沟浮选厂和隆江矿业均定位于矿产品选矿，2024H1实现归母净利分别为1570万元、734万元、-869万元和-43万元。上述采选业务共实现净利2.16亿元，而上半年实现铅（含银）锌金属销量共计41262吨，2024H1计算单位金属实现净利5239元/金属吨，2023H1该计算数值仅为4249元/吨，公司盈利能力同比提升明显。
- 徽县江洛矿区整合进行时，300万吨铅锌矿石产能稳步推进。**2023年8月公司与徽县人民政府签署《战略合作框架协议》，对徽县江洛矿区进行整合，计划投资约50亿元，建成年采选铅锌矿石300万吨的绿色矿山。公司年内先后收购徽县谢家沟铅锌矿业有限责任公司、徽县向阳山矿业有限责任公司及4处选厂及其配套尾矿库，完成江洛矿区300万吨/年选矿工程备案工作。江洛矿区整合落地后，公司铅锌矿石的处理能力将从整合前的150万吨/年扩大至450万吨/年，达到现有产能的3倍，现已经形成178万吨/年的矿石采选能力。此外，公司2023年铅锌综合回收率分别为90.35%、95.49%，较自然资源部《有色金属行业绿色矿山建设规范》平均的铅锌综合回收率分别高出9.35%、14.49%。
- 盈利预测。**我们预计2024-2026年公司矿石处理量分别为175/375/450万吨/年，由于铅锌银金属价格上涨，我们小幅上调2024-2026营业收入规模，分别为15.4/32.1/37.3亿元，归母净利分别为4.4/9.6/11.0亿元，同比+29.1%、+116.4%和+14.3%，对应2024年8月16日收盘价计算PE分别为25.1x、11.6x和10.2x。我们看好公司江洛矿区整合落地后业绩增长，维持“增持”评级。

- 风险提示：铅锌价格大幅回落；下游需求不及预期；产能落地节奏不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	978.00		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	159.60	营业收入(百万元)	1,239	1,283	1,544	3,206	3,730
52 周内股价区间(元):	9.61-14.92	(+/-)YOY(%)	-1.0%	3.5%	20.3%	107.7%	16.4%
总市值(百万元):	11,129.64	净利润(百万元)	470	343	443	959	1,095
总资产(百万元):	5,985.79	(+/-)YOY(%)	1.5%	-27.0%	29.1%	116.4%	14.3%
每股净资产(元):	3.24	全面摊薄 EPS(元)	0.48	0.35	0.45	0.98	1.12
资料来源：公司公告		毛利率(%)	67.8%	54.7%	58.4%	57.5%	56.5%
		净资产收益率(%)	15.0%	10.8%	12.7%	23.0%	22.2%

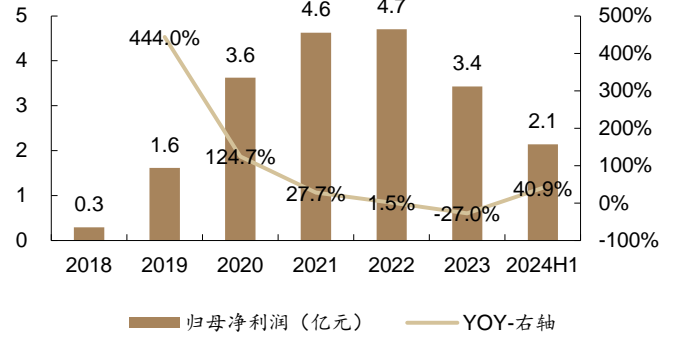
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所  
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司主营收入及增速



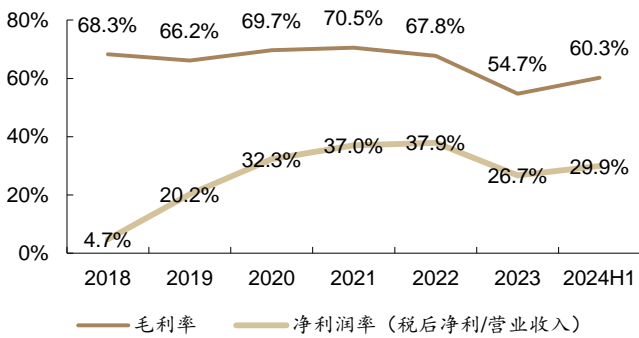
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润及增速



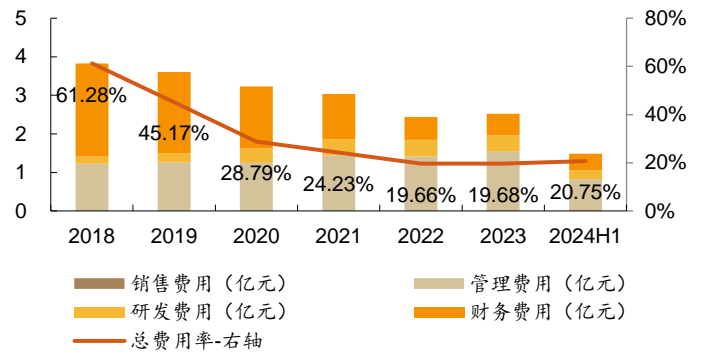
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司毛利率和净利率



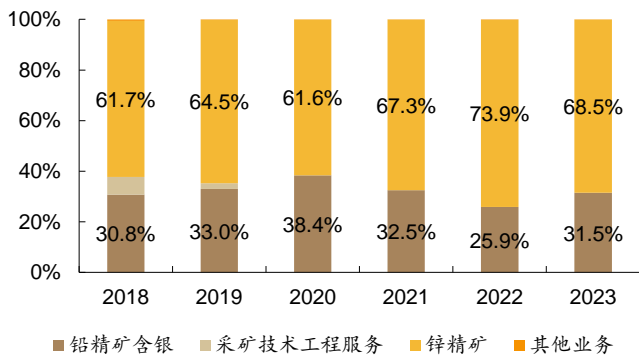
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司期间费用和费用率



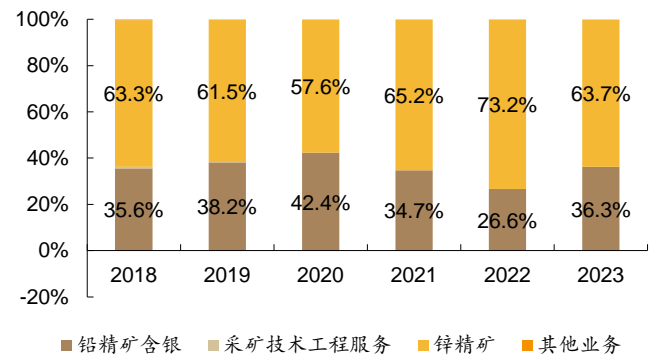
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所  
注: 2018 年以前研发费用在管理费用中列示

图 5: 公司营收结构



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司毛利结构



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.45	0.98	1.12
每股净资产	3.26	3.57	4.26	5.04
每股经营现金流	0.78	0.76	1.66	1.69
每股股利	0.54	0.14	0.29	0.34
价值评估(倍)				
P/E	39.09	25.13	11.61	10.16
P/B	4.20	3.19	2.67	2.26
P/S	8.68	7.21	3.47	2.98
EV/EBITDA	22.62	14.80	8.36	6.97
股息率%	3.9%	1.2%	2.6%	3.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	54.7%	58.4%	57.5%	56.5%
净利润率	26.7%	28.7%	29.9%	29.4%
净资产收益率	10.8%	12.7%	23.0%	22.2%
资产回报率	6.1%	6.3%	12.0%	11.9%
投资回报率	7.8%	7.8%	14.4%	14.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.5%	20.3%	107.7%	16.4%
EBIT 增长率	-23.7%	28.1%	103.3%	13.1%
净利润增长率	-27.0%	29.1%	116.4%	14.3%
偿债能力指标				
资产负债率	43.5%	50.3%	48.1%	46.5%
流动比率	0.4	0.5	0.7	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.9
现金比率	0.4	0.5	0.6	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.0	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	26.4	26.4	20.0	20.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.4	0.4
固定资产周转率	0.3	0.4	0.8	0.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	343	443	959	1,095
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
非现金支出	183	295	294	325
非经营收益	52	85	104	110
营运资金变动	180	-82	271	123
经营活动现金流	758	740	1,627	1,653
资产	-257	-1,194	-648	-447
投资	-417	0	0	0
其他	-70	-0	0	0
投资活动现金流	-744	-1,194	-648	-447
债权募资	601	1,100	0	300
股权募资	0	0	0	0
其他	-434	-210	-394	-441
融资活动现金流	168	890	-394	-141
现金净流量	182	436	586	1,065

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 16 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,283	1,544	3,206	3,730
营业成本	581	642	1,361	1,624
毛利率%	54.7%	58.4%	57.5%	56.5%
营业税金及附加	58	70	144	168
营业税金率%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
营业费用	1	1	2	3
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	154	201	417	485
管理费用率%	12.0%	13.0%	13.0%	13.0%
研发费用	42	46	101	115
研发费用率%	3.3%	3.0%	3.1%	3.1%
EBIT	457	585	1,190	1,346
财务费用	55	67	89	86
财务费用率%	4.3%	4.3%	2.8%	2.3%
资产减值损失	0	-4	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	402	520	1,103	1,262
营业外收支	-8	-8	1	1
利润总额	394	511	1,104	1,263
EBITDA	645	878	1,484	1,672
所得税	51	68	145	168
有效所得税率%	12.9%	13.4%	13.2%	13.3%
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司所有者净利润	343	443	959	1,095

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	720	1,156	1,742	2,807
应收账款及应收票据	1	36	38	45
存货	33	58	90	91
其它流动资产	20	28	33	36
流动资产合计	773	1,278	1,902	2,979
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,673	3,850	4,014	4,154
在建工程	149	784	935	888
无形资产	785	806	848	879
非流动资产合计	4,866	5,759	6,115	6,240
资产总计	5,639	7,037	8,017	9,219
短期借款	891	1,291	1,291	1,591
应付票据及应付账款	65	42	34	56
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,093	1,105	1,422	1,535
流动负债合计	2,049	2,438	2,747	3,182
长期借款	213	913	913	913
其它长期负债	193	193	193	193
非流动负债合计	405	1,105	1,105	1,105
负债总计	2,455	3,543	3,852	4,287
实收资本	978	978	978	978
普通股股东权益	3,184	3,494	4,165	4,932
少数股东权益	0	-0	-0	-0
负债和所有者权益合计	5,639	7,037	8,017	9,219

# 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。