

# 华钰矿业 (601020.SH)

## 业绩环比增加, 柯月环评获批

### 核心观点:

#### ● 销量增加银价涨, 三季度业绩环比增加

根据公司公告, 前三季度公司营收 6.56 亿元, 同比下降 24%; 归母净利润 7485.1 万元, 同比下降 60.2%。公司第三季度实现净利 3579.5 万元, 环比增加 76%, 主要原因是: 公司锌精矿含金属量销量 7504.9 吨, 环比增 65%; 铅锑(含银)精矿含金属量销量 5792.0 吨, 同比增 17%。同时, 第三季度铅价环比涨 1.9%, 银价涨 15.9%, 是业绩环比增加另一重要因素。

#### ● 柯月铅多金属矿采矿环评获得批复, 公司采矿能力有望大幅提升

根据公司 9 月 27 日公告, 位于西藏的柯月铅多金属矿采矿工程环境报告书获得批复。拿到环评批复对于获得采矿权证又更进一步, 采矿权证获批后, 上市公司将新增开采规模为年产铅锌锑原矿石 40 万吨, 较目前采矿能力 65 万吨/年将提升 62%。

#### ● 投资建议

根据铅锌银锑价格, 预计 2019-2021 年公司的 EPS 分别为 0.23/0.64/0.80 元, 对应当前股价的 PE 为 39/15/12 倍, 考虑到公司原有业务盈利处于触底回升阶段; 塔铝金业投产后预计公司营收增加 78%, 公司利润预计提升 178%; 2020 年贵金属板块营收占全部营收接近 50% (未考虑涨价因素), 或将带来业绩和估值双重提升。参考行业同类型公司平均 PB 为 3.5 倍, 公司处在转变过程 PB 给 3 倍, 合理价值为 11.97 元/股。鉴于华钰矿业 2020 年业绩估值有跨越式提升, 15 倍 PE 远低于可比公司平均 26 倍, 维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

塔铝金业项目投产不及预期; 贵金属价格大幅波动。

### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	905	1,145	916	1,630	1,892
增长率(%)	35.4	26.6	-20.0	78.0	16.1
EBITDA(百万元)	457	369	172	581	732
净利润(百万元)	304	225	121	337	419
增长率(%)	62.7	-26.2	-46.2	178.6	24.4
EPS(元/股)	0.58	0.43	0.23	0.64	0.80
市盈率(P/E)	35.45	19.81	39.06	15.15	12.18
市净率(P/B)	5.97	2.24	2.25	2.09	1.79
EV/EBITDA	24.22	13.90	31.43	9.28	6.66

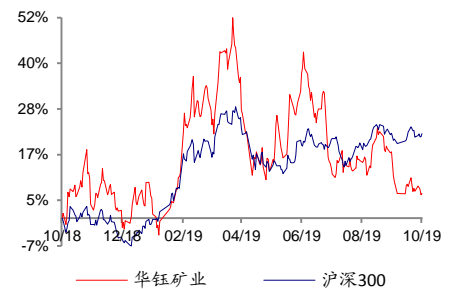
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

当前价格	8.98 元
合理价值	11.97 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

### 相对市场表现



### 分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

### 分析师:

姜永刚



SAC 执证号: S0260519010003



010-59136699



louyonggang@gf.com.cn

请注意, 姜永刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

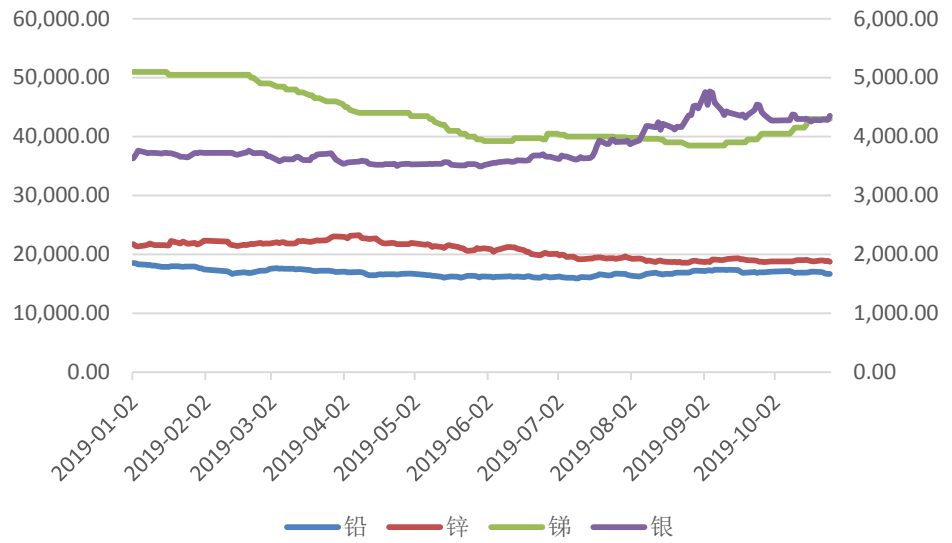
华钰矿业(601020.SH):战略 2019-08-28  
布局贵金属, 业绩估值或双提升

### 联系人:

黄礼恒 0755-88286912

huangliheng@gf.com.cn

图 1: 2019年以来铅、锌、镉、银价格变化 (银价元/千克, 右轴; 其它元/吨, 左轴)



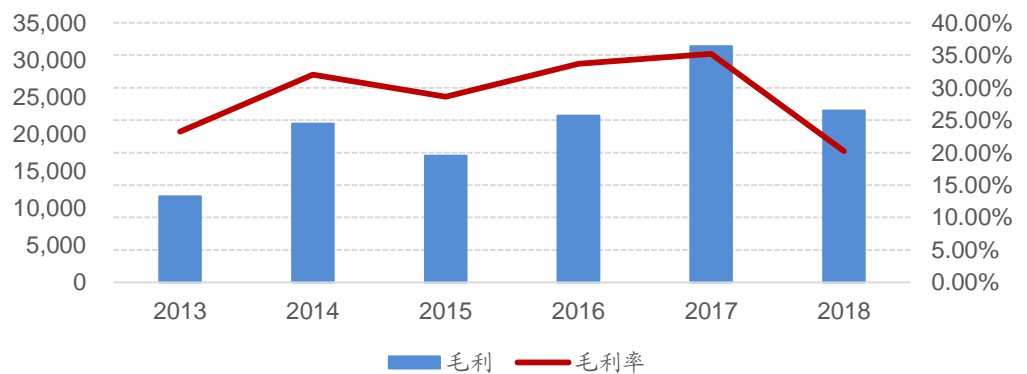
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司主要矿山保有储量情况 (银、金储量为吨, 其余为万吨)

名称	持股比例	矿业权	镉	铅	锌	银	金	评估日期
扎西康矿	分公司	采矿权	7.50	24.39	50.21	914.56		2012年10月
拉屋矿	分公司	采、探矿权		2.45	8.27	126.99		2012年05月
柯月矿	-	探矿权	7.80	20.06	17.21	605.05		2013年01月
查个勒	60%	探矿权		0.43	0.79	10.17		2012年11月
桑日则	-	探矿权		23.89	36.70			2012年10月
塔铝金业	50%	探矿权	26.46				49.90	2017年11月

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 公司毛利润和毛利率变化 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 盈利预测及投资建议

2019 年前三季度年公司实现营业收入 6.56 亿元,同比下降 24%。归母净利润 7485.1 万元,同比减少 60.2%。公司第三季度实现净利 3579.5 万元,环比增加 76%,主要原因是:公司锌精矿含金属量销量 7504.9 吨,环比增加 65%;铅锑(含银)精矿含金属量销量 5792.0 吨,同比增加 17%。同时,第三季度铅价环比上涨 1.9%,银价环比上涨 15.9%,也是业绩环比增加的另一重要因素。

**铅锌锑银产能:**公司目前主力矿山拥有65万吨的矿山采矿能力和2800吨/日的选矿能力。公司拥有探矿权未转采矿权之前,2020-2021年产能基本保持不变。

**金锑产能:**2020年初塔铝金业年处理矿石量150万吨能力投产,年设计产能为金精矿2.2金属吨,锑精矿1.6万金属吨。

**主产品价格:**据Wind,2019年到目前为止长江有色现货均价:金355元/克、银3.24元/克,铅14892元/吨、锌9652元/吨、锑39211元/吨。假设2019-2021年主产品价格全部保守按照目前价格来测算。

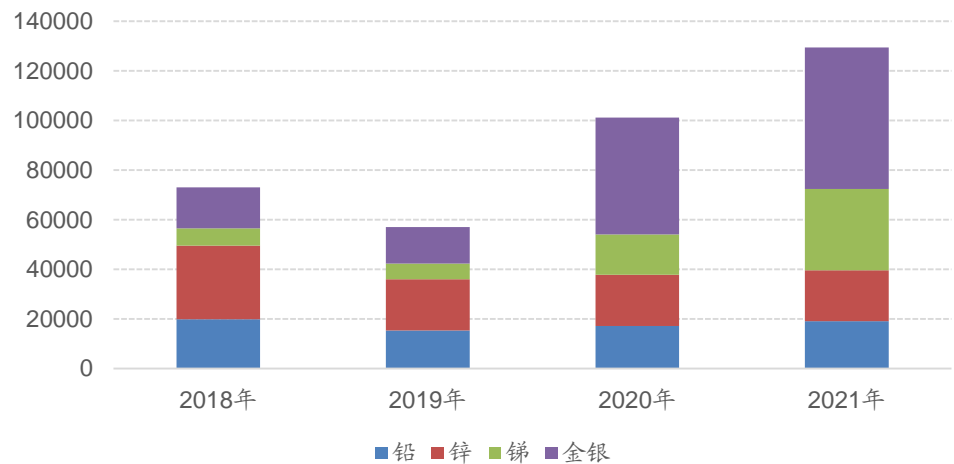
**生产成本:**公司坚持以矿产资源的开发利用为核心业务,主营业务为纯矿山采选。根据行业属性可得,主产品单位生产成本变化变动很小。因此假设2019-2021年产品的单位成本均保持与2018年一致。

表 2: 盈利预测假设表

	产品名称	单位	2018A	2019E	2020E	2021E
产品销量	黄金	千克/年	--	--	2039	2719
	精炼锑	吨/年	3700	3900	15900	19900
	锌精矿	吨/年	25100	23600	23600	23600
	精炼铅	吨/年	17900	15200	15200	15200
	白银	吨/年	67.7	58.3	58.3	58.8
产品价格	黄金市场价(不含税)	元/克	--	--	355	355
	锑市场价(不含税)	元/吨	44643	39211	39211	39211
	锌精矿(不含税)	元/吨	10599	9652	9652	9652
	铅市场价(不含税)	元/吨	16322	14892	14892	14892
	白银市场价(不含税)	元/克	3.09	3.24	3.24	3.24
生产成本	扎西康矿	万元	27687	24680	24680	24680
	拉屋矿	万元	699	699	699	699
	塔铝金业金矿	万元	--	--	19331	25774
	塔铝金业金锑矿	万元	--	--	8342	11123

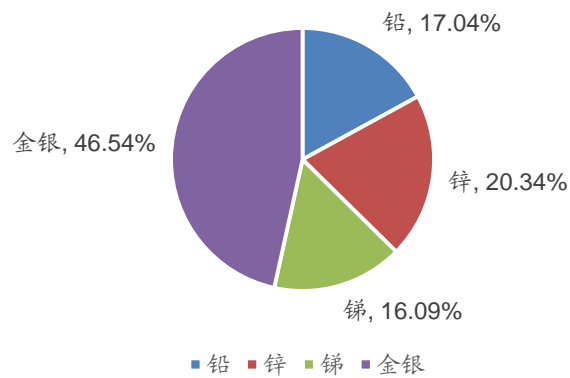
数据来源:公司年报,广发证券发展研究中心

图 3：预计 2019 至 2021 年华钰矿业各产品营业收入变化（单位：万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2020 年预计各产品销售占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

按金银镉锌铅年初以来均价，预计 2019-2021 年公司的 EPS 分别为 0.23/0.64/0.80 元，对应当前股价的 PE 为 39/15/12 倍，考虑到公司原有业务盈利处于触底回升阶段；塔铝金业投产后公司营收预计增加 78%，公司利润预计提升 178%；2020 年贵金属板块营收占全部营收接近 50%（未考虑涨价因素），或将带来业绩和估值双重提升。参考行业同类型公司平均 PB 为 3.5 倍，公司处在转变过程 PB 给 3 倍，合理价值为 11.97 元/股。鉴于华钰矿业 2020 年业绩估值有跨越式提升，15 倍 PE 远低于可比公司平均的 26 倍。维持“买入”评级。

表 3: 华钰矿业可比公司 PE 估值情况比较 (20191027)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE 估值水平		PB MRQ
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	
银泰黄金	000975.SZ	铅锌金银采选	266	1031.63	1215.33	1342.94	25.82	21.92	3.19
盛达矿业	000603.SZ	铅锌银采选	95.56	469.25	536.12	624.36	20.36	17.82	4.43
湖南黄金	002155.SZ	金锑采选	97.24	276.65	364.55	542.41	35.15	26.68	1.98
山东黄金	600547.SH	金银采选	1005	1911.65	2705.06	3295.22	52.57	37.15	4.55

数据来源: 表中估值均来自 Wind 一致预期, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

塔铝金业项目投产不及预期; 贵金属价格大幅波动。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>927</b>	<b>503</b>	<b>311</b>	<b>561</b>	<b>1,152</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>286</b>	<b>388</b>	<b>77</b>	<b>487</b>	<b>620</b>
货币资金	559	123	0	93	612	净利润	299	217	127	485	621
应收及预付	220	283	198	310	363	折旧摊销	96	84	0	0	0
存货	84	50	72	101	114	营运资金变动	-150	-59	-2	-24	-21
其他流动资产	64	47	42	56	64	其它	40	145	-48	26	19
<b>非流动资产</b>	<b>2,034</b>	<b>3,392</b>	<b>3,422</b>	<b>3,507</b>	<b>3,593</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-267</b>	<b>-719</b>	<b>-45</b>	<b>-82</b>	<b>-85</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-288	-151	-86	-85	-86
固定资产	781	819	819	819	819	投资变动	0	-569	0	0	0
在建工程	370	455	541	626	711	其他	21	1	41	3	1
无形资产	788	2,058	2,058	2,058	2,058	<b>筹资活动现金流</b>	<b>84</b>	<b>-105</b>	<b>-155</b>	<b>-311</b>	<b>-17</b>
其他长期资产	94	61	4	4	4	银行借款	166	-18	238	-293	0
<b>资产总计</b>	<b>2,961</b>	<b>3,896</b>	<b>3,733</b>	<b>4,068</b>	<b>4,745</b>	股权融资	11	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>418</b>	<b>775</b>	<b>591</b>	<b>441</b>	<b>497</b>	其他	-93	-87	-393	-18	-17
短期借款	40	55	293	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>103</b>	<b>-436</b>	<b>-123</b>	<b>93</b>	<b>518</b>
应付及预收	101	195	135	205	230	<b>期初现金余额</b>	<b>456</b>	<b>559</b>	<b>123</b>	<b>0</b>	<b>93</b>
其他流动负债	278	525	164	236	267	<b>期末现金余额</b>	<b>559</b>	<b>123</b>	<b>0</b>	<b>93</b>	<b>612</b>
<b>非流动负债</b>	<b>662</b>	<b>481</b>	<b>387</b>	<b>387</b>	<b>387</b>						
长期借款	660	387	387	387	387						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2	94	0	0	0						
<b>负债合计</b>	<b>1,081</b>	<b>1,256</b>	<b>978</b>	<b>828</b>	<b>884</b>						
股本	526	526	526	526	526						
资本公积	373	374	374	374	374						
留存收益	953	1,115	1,236	1,572	1,991						
归属母公司股东权益	1,807	1,990	2,098	2,435	2,854						
少数股东权益	73	650	656	805	1,007						
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,961</b>	<b>3,896</b>	<b>3,733</b>	<b>4,068</b>	<b>4,745</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>905</b>	<b>1,145</b>	<b>916</b>	<b>1,630</b>	<b>1,892</b>
营业成本	355	645	574	851	943
营业税金及附加	27	29	26	45	52
销售费用	4	2	6	7	7
管理费用	156	183	137	144	156
研发费用	2	1	1	2	2
财务费用	23	28	16	18	17
资产减值损失	20	25	12	11	3
公允价值变动收益	-2	2	2	2	0
投资净收益	0	-1	0	1	1
<b>营业利润</b>	<b>317</b>	<b>233</b>	<b>146</b>	<b>555</b>	<b>713</b>
营业外收支	21	16	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>339</b>	<b>249</b>	<b>146</b>	<b>555</b>	<b>713</b>
所得税	39	32	19	70	91
<b>净利润</b>	<b>299</b>	<b>217</b>	<b>127</b>	<b>485</b>	<b>621</b>
少数股东损益	-5	-7	6	148	203
<b>归属母公司净利润</b>	<b>304</b>	<b>225</b>	<b>121</b>	<b>337</b>	<b>419</b>
EBITDA	457	369	172	581	732
EPS (元)	0.58	0.43	0.23	0.64	0.80

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	35.4%	26.6%	-20.0%	78.0%	16.1%
营业利润增长	40.8%	-26.6%	-37.4%	280.8%	28.3%
归母净利润增长	62.7%	-26.2%	-46.2%	178.6%	24.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	60.7%	43.7%	37.3%	47.8%	50.2%
净利率	33.1%	19.0%	13.9%	29.8%	32.8%
ROE	16.8%	11.3%	5.8%	13.8%	14.7%
ROIC	14.8%	7.5%	4.4%	14.4%	17.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.5%	32.2%	26.2%	20.4%	18.6%
净负债比率	28.4%	20.7%	18.2%	9.5%	8.2%
流动比率	2.22	0.65	0.53	1.27	2.32
速动比率	1.71	0.57	0.28	0.86	1.89
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.33	0.33	0.24	0.42	0.43
应收账款周转率	12.33	6.31	7.54	7.08	7.23
存货周转率	5.97	9.58	7.97	8.44	8.28
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.58	0.43	0.23	0.64	0.80
每股经营现金流	0.54	0.74	0.15	0.93	1.18
每股净资产	3.44	3.78	3.99	4.63	5.43
<b>估值比率</b>					
P/E	35.45	19.81	39.06	15.15	12.18
P/B	5.97	2.24	2.25	2.09	1.79
EV/EBITDA	24.22	13.90	31.43	9.28	6.66



## 广发有色行业研究小组

- 巨国贤**：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验，带领有色金属研究团队荣获四届（2013年、2014年、2016年、2017年）新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 赵鑫**：联席首席分析师，CFA，上海交通大学材料学硕士，2年国际铜业公司工作经验，7年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 娄永刚**：资深分析师，中南大学冶金学硕士，8年行业管理协调工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 宫帅**：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 黄礼恒**：资深分析师，中国地质大学（北京）地质学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。