

金贵银业 (002716) \ 有色金属

——冶炼王者涉足上游，一体化铸就白银荣耀

投资要点:

➤ 白银冶炼产能持续增加，将建成2000吨达到世界前茅

公司的电解银产能持续增加，从上市初期的400吨到第一次扩建至600吨，当前公司的电解银产能严重超负荷，2000吨产能建设已经提上日程，预计2019年可以建成投产，届时公司的白银产能规模虽与第一的Prenoles3670.2吨仍有不小的差距，但是从产量上已经并驾齐驱，远远领先波兰铜业等其它冶炼企业。

➤ 扩张上游矿产，资源量有望跃居全球前列

公司在2016和2017年连续收购金和矿业和俊龙矿业。2018年，公司筹划重大资产重组，以现金和发行股份的方式收购嘉宇矿业和东谷云商100%股权，以及宇邦矿业65%的股权。其中宇邦矿业白银金属量预计达到1.86万吨，公司的白银总资源量将接近2万吨，仅次于Penoles的2.5万吨，排世界第二。公司未来的矿产白银值得期待。

➤ 铅冰铜项目预计年内达产，高收益可复制

2018年上半年，铅冰铜项目实现效益2766.99万元，尽管仍为达产，但效益已十分可观，预计年度可实现效益6000万元左右，已经接近项目初期测算值。中国每年铅冰铜产出大约100万吨，一方面保证了公司项目所需原料的充足供应，另一方面其它企业和地方政府也会选择合作或招标的模式，建设资源回收处理项目。公司可以选择自己扩大产能规模，或者与其他公司或地方政府合作，作为技术出让方或运营方。

➤ 盈利预测及投资建议

预计2018年-2020年公司营收分别达到117.8亿元、129.0亿元和141.9亿元，归母净利分别为3.2亿元、3.59亿元和3.88亿元，对应EPS分别为0.33、0.37和0.4元，PE分别为21.6X、19.3X和17.8X。

➤ 风险提示

公司矿山开发不及预期；白银冶炼扩产不及预期；铅冰铜达产不及预期

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,852.30	11,301.77	11,776.03	12,897.25	14,187.64
增长率(%)	35.65%	43.93%	4.20%	9.52%	10.01%
EBITDA(百万元)	438.35	605.42	666.53	800.57	908.34
净利润(百万元)	144.51	230.25	320.48	358.57	388.42
增长率(%)	22.69%	59.33%	39.19%	11.89%	8.32%
EPS(元/股)	0.15	0.24	0.33	0.37	0.40
市盈率(P/E)	47.79	29.99	21.55	19.26	17.78
市净率(P/B)	3.29	1.95	1.81	1.67	1.54
EV/EBITDA	15.67	12.39	12.30	11.27	10.75

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议:

推荐
首次覆盖

当前价格:

7.19元

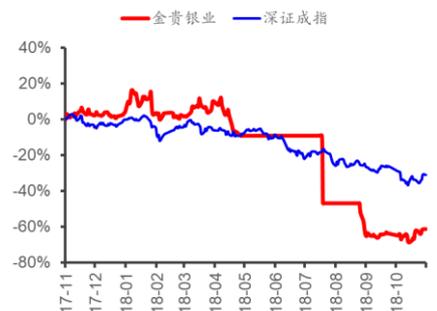
目标价格:

元

基本数据

总股本/流通股(百万股)	960/542
流通A股市值(百万元)	3,900
每股净资产(元)	3.94
资产负债率(%)	58.29
一年内最高/最低(元)	22.39/5.44

一年内股价相对走势



叶洋 分析师

执业证书编号: S0590517110001

电话: 0510-85611779

邮箱: yey@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1.	郴州工业名片，白银之乡龙头企业	4
1.1.	经济地位在郴州举足轻重	4
1.2.	公司营收和净利保持高速增长，资产负债率较低	5
1.3.	产品线种类丰富，以银及银制品为主导	6
2.	冶炼厂能逐步扩大，2000吨年产能成为世界第一	7
2.1.	公司产能稳步增长，2000吨扩建项目稳步推进	7
2.2.	公司产能已经位居国内之首，盈利能力占优	8
2.3.	扩建项目达产后公司产能并肩全球前茅	9
3.	布局上游矿山，提高矿产品自给率	9
3.1.	金和矿业扩产增量，俊龙矿业开工建设	9
3.2.	拟收购湖南嘉宇和赤峰宇邦，白银储量大幅增长	10
4.	铅冰铜综合回收有望规模化复制	11
4.1.	投资1.8亿，经历技术升级，2018年有望达产	11
4.2.	铅冰铜项目收益高，有望实现规模化复制	12
5.	价格分析：银价有上行空间，铅价或将下调	13
5.1.	避险情绪回升+年内涨幅低迷，白银价格有上行空间	13
5.2.	铅价：短缺转向过剩，2019年或将回落	14
5.3.	金属价格与公司业绩弹性相关性分析	15
6.	盈利预测及估值	15
6.1.	公司主营业务拆分及预测	15
6.2.	PE及PB均处于公司历史底部	16
7.	风险提示	16

图表目录

图表 1: 2017 湖南各市州工业企业主要经济指标	4
图表 2: 金贵银业营收和利润总额占全市比	4
图表 3: 湖南省有色行业上市公司对比 (亿元)	4
图表 4: 郴州市上市公司对比 (亿元)	4
图表 5: 公司营收净利 (百万) 及增速	5
图表 6: 毛利率、净利率和三费比率	5
图表 7: 资产负债率下降明显	5
图表 8: 经营性现金流保持健康 (百万元)	5
图表 9: 金贵银业主导产品	6
图表 10: 金贵银业加工产品 (部分)	6
图表 11: 金贵银业回收产品 (部分)	6
图表 12: 金贵银业银加工制品 (部分)	6
图表 13: 2018H1 公司主营产品营收和毛利结构	7
图表 14: 三大主营毛利率	7
图表 15: 公司白银产量逐年递增 (吨)	8
图表 16: 2000 吨扩建项目建设进度	8
图表 17: 国内主要白银企业产量 (吨) 及毛利率 (2017)	8
图表 18: 主要白银企业业务模式区别	8
图表 19: Penoles 集团产业链	9
图表 20: 全球前三大白银冶炼企业 2017 年产量 (吨)	9
图表 21: 已收购矿山俊龙矿业和金和矿业	10

图表 22: 俊龙和金和资源量.....	10
图表 23: 2018 年计划资产重组收购三大项目.....	10
图表 24: 宇邦矿业双尖子山矿区 (2017.12.25)	10
图表 25: 主要矿产白银公司资源量, 单位: 吨 (2017 年底, 金贵银业为完成收购后的预计资源量)	11
图表 26: 公司铅冰铜项目募投计划.....	12
图表 27: 铅冰铜项目进展年表	12
图表 28: 铅冰铜预期产出 (2013 年预测)	12
图表 29: 铅冰铜项目年度实现效益 (万元)	12
图表 30: 铅冰铜出售量较为充裕.....	13
图表 31: 15 万吨铅冰铜项目招标.....	13
图表 32: IMF 调低全球增长预期.....	13
图表 33: 美元指数与白银价格当年区间.....	13
图表 34: 伦敦金历史价格及金银价格比	14
图表 35: 银价 2018 年迄今近乎单边下跌.....	14
图表 36: 中国精炼铅消费量趋于停滞 (万吨)	14
图表 37: 供给增速略大约需求增速.....	14
图表 38: 银价与公司冶炼银毛利率变化.....	15
图表 39: 铅价与公司冶炼铅毛利率变化.....	15
图表 40: 公司主营业务分拆预测.....	15
图表 41: 金贵银业 PE-Band.....	16
图表 42: 金贵银业 PB-Band	16
图表 43: 财务预测摘要.....	17

1. 郴州工业名片，白银之乡龙头企业

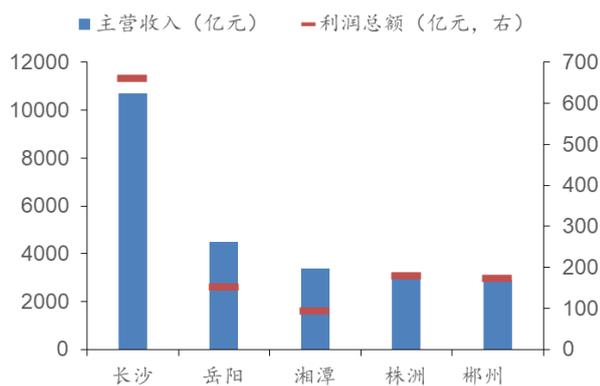
1.1. 经济地位在郴州举足轻重

➤ 郴州在湖南位居工业前五，公司占比逐年提高

以 2017 年的湖南省州市工业企业经济数据来看，长沙毫无疑问在主营收入和利润总额上均大幅领先其他市州。郴州的工业企业 2017 年主营收入达到 2909.32 亿元，在省内位居第五，利润总额达到 173.78 亿元，在省内位居第三。

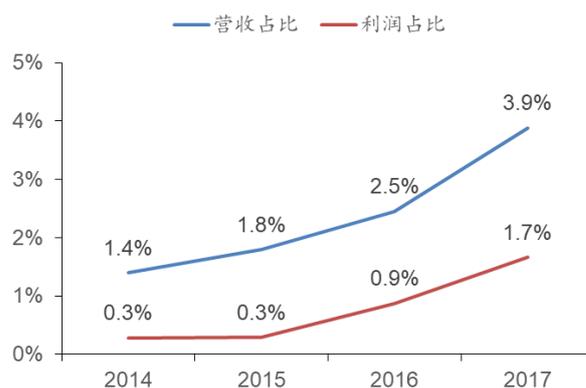
金贵银业的营收占郴州市工业企业营收的比例从 2014 年的 1.4% 增加到 3.9%，利润总额占比则从 2014 年的 0.3% 增加到 1.7%，比例均有显著提高。在湖南省的上市公司中，有三家属于有色金属板块，分别是湖南黄金、金贵银业和株冶集团，金贵银业的市值、营收和净利三项指标与湖南黄金相近。郴州市一共有三家上市公司，金贵银业在公司市值、营收规模和盈利能力上都要显著好于另外两家。

图表 1: 2017 湖南各州市工业企业主要经济指标



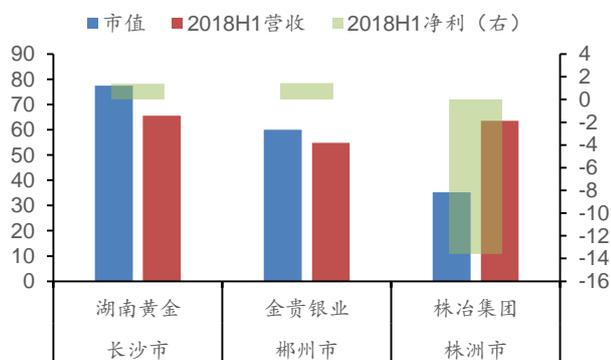
来源: 湖南省统计局, 国联证券研究所

图表 2: 金贵银业营收和利润总额占全市比



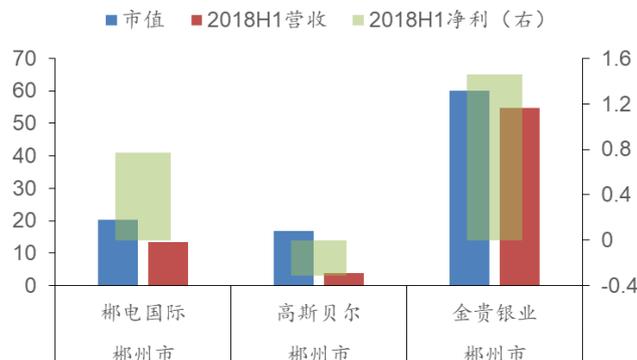
来源: 湖南省统计局, Wind, 国联证券研究所

图表 3: 湖南省有色行业上市公司对比 (亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 郴州市上市公司对比 (亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

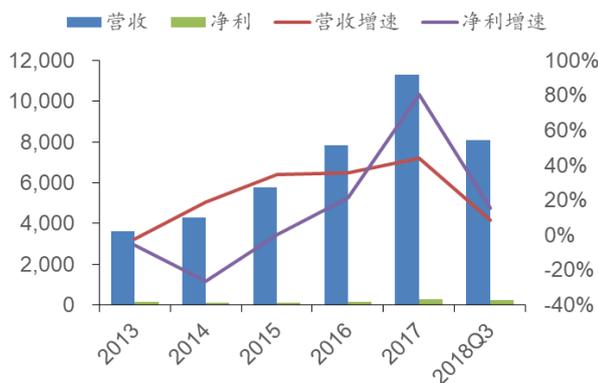
1.2. 公司营收和净利保持高速增长，资产负债率较低

➤ 营收保持高增长，毛利率回升

公司的营收从 2013 年的 36.1 亿元达到 2017 年的 113.0 亿元，CAGR 达到 33.0%，2018 年前三季度营收达到 80.78 亿元，同比增加 8.72%，仍然保持增长。公司的净利润从 2013 年的 1.60 亿增加到 2017 年的 2.58 亿，CAGR 达到 12.7%，2018 年前三季度净利润 2.24 亿元，同比增速 15.3%，公司的业务扩张势头良好。

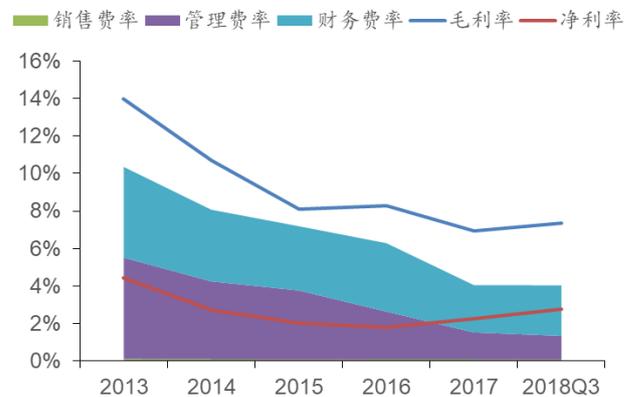
公司的毛利率 2017 年达到 5 年来新低，2018 年上半年有所回升，净利率方面 2016 年达到 1.82% 的低点，2018 年前三季度恢复到 2.77%。公司的三费比率从 2013 年开始逐年下降，2017 年达到最低，仅占营收的 4.05%，2018 年前三季度为 4.04%，仍然维持在较低水平。

图表 5：公司营收净利（百万）及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：毛利率、净利率和三费率

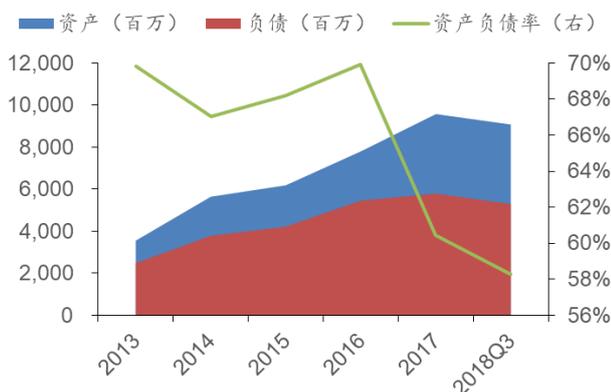


来源：Wind，国联证券研究所

➤ 资产负债率下降，现金流较为健康

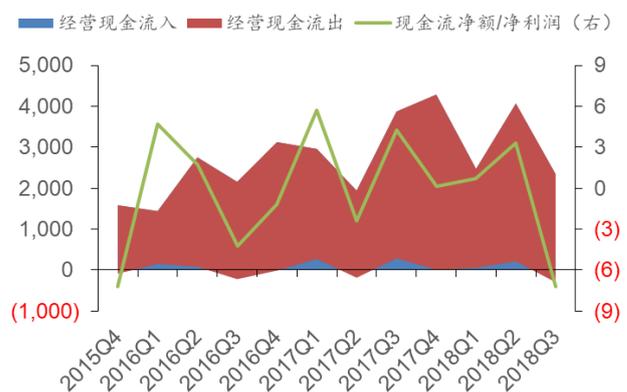
公司的资产负债率在 2017 年下降到 60.5%，因为资产增速大大高于负债的增速，其中无形资产的增加主要是收购矿山导致新增采矿权所致。2018 年三季报公布公司资产负债率 58.3%，相比 17 年底持续下降。公司的经营性现金流较为健康，最近三个季度持续改善。

图表 7：资产负债率下降明显



来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：经营性现金流保持健康（百万元）



来源：Wind，国联证券研究所

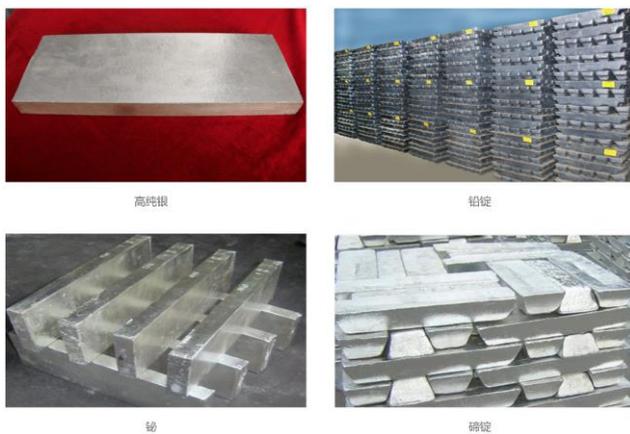
1.3. 产品线种类丰富，以银及银制品为主导

➤ 四大产品线，产品种类丰富

公司是一家以生产经营高纯银及银深加工为主的高新技术企业，产品分为四个主要部分，分别是主导产品、加工产品、回收产品和银制品加工。

公司的主导产品是高纯银、铅锭、铋锭和碲锭。加工产品除了高纯硝酸银、AT 纳米抗菌剂、硝酸银和银氧化锡复合粉之外还有电镀银骨板、电镀银板和银珠。回收产品则包括高纯铟、高纯铋、黄金、硫酸、锌、碲、铜、次氧化锌、高纯锡、钯粉和锑白，银加工品种类丰富，涵盖银饰、银器和各种造型摆件。

图表 9：金贵银业主导产品



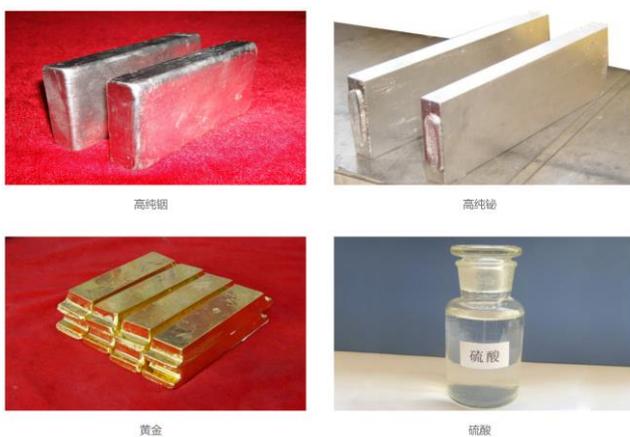
来源：公司官网，国联证券研究所

图表 10：金贵银业加工产品（部分）



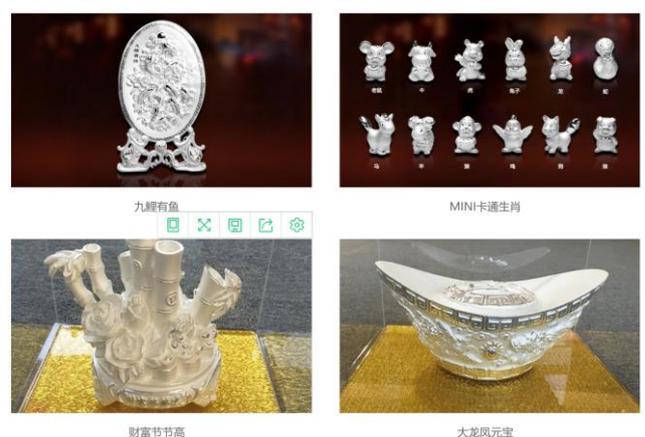
来源：公司官网，国联证券研究所

图表 11：金贵银业回收产品（部分）



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 12：金贵银业银加工制品（部分）

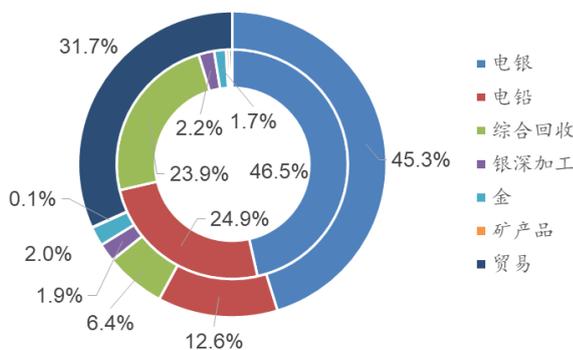


来源：公司官网，国联证券研究所

➤ 白银是公司主导产品

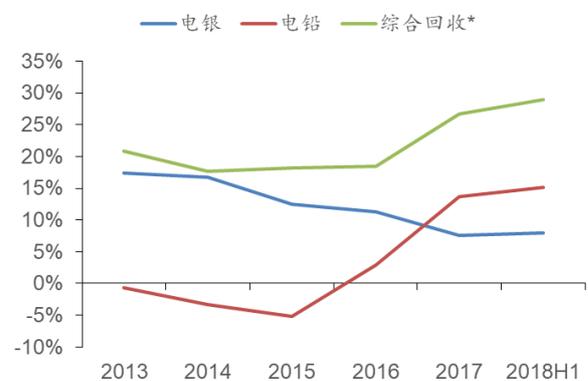
以公司 2018 年半年报为基准，公司的主营收入中贸易板块占比已经超过 30%，但毛利率贡献微薄。公司贡献业绩的主要是电银、电铅和综合回收三个板块，分别占营业收入的 45.3%、12.6%和 6.4%，毛利方面，电银毛利占总额的 46.5%，电铅毛利占比达到 24.9%，而综合回收的毛利占比达到 23.9%，三者合计占公司毛利的 95.3%。从三者的毛利率变化来看，电银的毛利逐年走低，2017 年为五年新低，2018 年上半年毛利率 7.69%，同比上升 2.61pct，有所改善。电铅的毛利率在 2015 年及之前为负，随后持续改善，2018 年上半年达到 15.19%，相比 2017 年上半年下降 1.94pct，但仍处于高位。而综合回收板块的毛利率则在 2017 年以来实现了显著提升，主要得益于铅冰铜综合回收项目的投产，2017 年公司的综合回收毛利率大幅上升 8.1pct 到 26.7%，2018 年上半年毛利率进一步提高到 28.9%。

图表 13: 2018H1 公司主营产品营收和毛利结构



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 三大主营毛利率¹



来源: Wind, 国联证券研究所

2. 冶炼厂能逐步扩大，2000 吨年产能成为世界第一

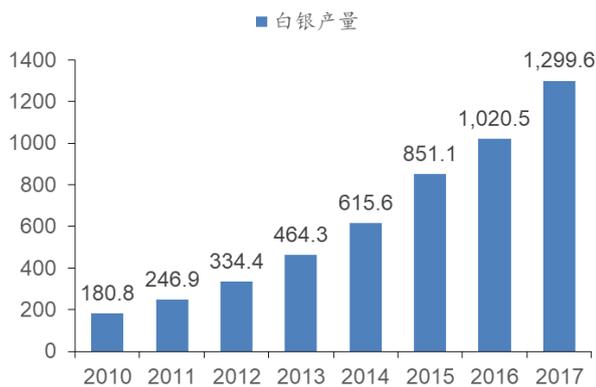
2.1. 公司产能稳步增长，2000 吨扩建项目稳步推进

公司的白银产能从 2010 年开始的 180 吨到 2013 年上市时达到 464.3 吨，随后募投项目达产，年产能扩至 600 吨。扩建工程在 2015 年完成，但实际已经大幅超产。

公司在 2016 年初开始筹划定增，将年产能进一步扩大至 2000 吨。该项目建设投资的金额为 5.2 亿元人民币，2016 和 2017 年分别投入 1449.8 万和 6531.2 万元，截止 2017 年底整个项目进度达到 7.87%。该项目预计 2019 年建成达产。

¹注：图标 14：综合回收的毛利率在 2016 年及以前由硝酸银、渣料和其它综合回收产品三部分组成，毛利率根据三个产品的经营数据折算

图表 15: 公司白银产量逐年递增 (吨)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 16: 2000 吨扩建项目建设进度

2000吨项目	金额 (万元)	工程进度
建设投资	52027	
2016年投入	1449.8	1.43%
2017年投入	6531.2	7.87%

来源: Wind, 国联证券研究所

2.2. 公司产能已经位居国内之首, 盈利能力占优

在统计的国内主要产银上市公司中金贵银业 2017 年产量 1300 吨, 第二的豫光金铅产量为 958.5 吨, 而紫金矿业的全年产量 661.1 吨位居第三。排在 4、5 位的将系统和和云南铜业产量均在 500 吨以下, 而株冶集团和中金岭南产量仅略高于 100 吨。毛利率方面, 2017 年公司的冶炼毛利率 7.63%, 高于江西铜业的 6.56%。豫光金铅的毛利率为 0.46%, 株冶集团和白银有色的毛利率分别为 -3.77% 和 3.41%。赤峰黄金的毛利率达到 18.03%, 主要原因是生产模式的差异。

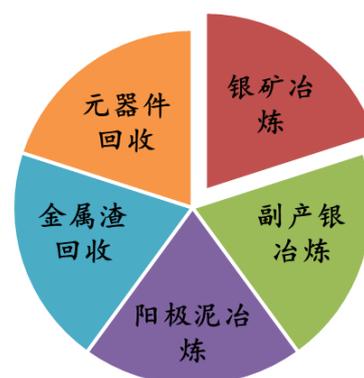
冶炼白银按模式主要可以分为五大类, 主要有银矿石冶炼、其他金属副产银矿石冶炼, 直接采购阳极泥冶炼, 金属渣回收冶炼和废旧元器件回收冶炼。金贵银业主要从事的是铅银矿冶炼和采购阳极泥冶炼, 大多数上市公司多是副产银矿石的冶炼, 因此金贵银业与业务模式类似的企业相比, 毛利率有优势。而赤峰黄金的雄风环保和安徽广源分别从事废渣回收冶炼和废旧元器件回收冶炼, 属于回收冶炼的范畴, 金贵银业的综合回收业务与此类似, 而公司 2017 年底 26.7% 的毛利率比赤峰黄金的毛利率更高。

图表 17: 国内主要白银企业产量 (吨) 及毛利率 (2017)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 主要白银企业业务模式区别



来源: 国联证券研究所整理

2.3. 扩建项目达产后公司产能并肩全球前茅

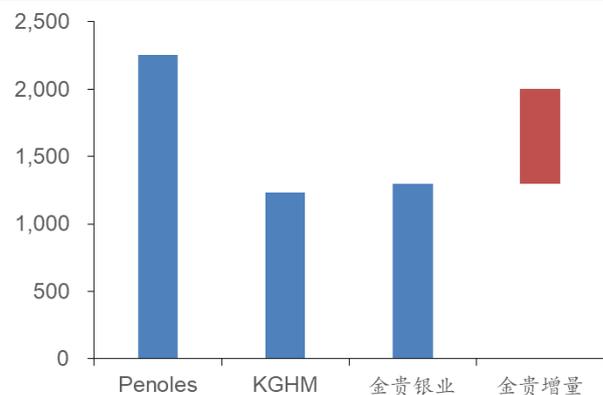
全球最大的白银冶炼公司来自于墨西哥的 Penoles 集团，旗下拥有包括全球最大的银矿山 Fresnillo 在内的采矿业以及包括 Met-Mex 在内的冶炼分部等。公司拥有白银冶炼产能 118Moz，折合 3670.2 吨，2017 年产量 2252.7 吨，排世界第一。公司的含银精矿都由自己的冶炼分部进行冶炼，不够部分进行外部采购，2017 年公司所产白银中，自供部分占到 70%，第三方采购占到 30%。国际上与金贵银业产出相当的还有波兰铜业，其 2017 年整个集团白银产出达到 1234.1 吨，仅比金贵银业略少。波兰铜业的银矿产出达到 1244.1 吨，少部分银矿外售。公司在扩建项目完成后将大大超越波兰铜业，而与 Penoles 几乎并列为全球最大的白银金属生产企业。

图表 19: Penoles 集团产业链



来源: Penoles 公司公告, 国联证券研究所

图表 20: 全球前三大白银冶炼企业 2017 年产量(吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

3. 布局上游矿山，提高矿产品自给率

3.1. 金和矿业扩产增量，俊龙矿业开工建设

公司在 2016 和 2017 年连续收购金和矿业和俊龙矿业，当前金和矿业已经投产，后续计划进行技改，将生产规模从 10 万吨/年增加至 25 万吨/年。原股东联祥贸易承诺金和矿业 2016 年度、2017 年度、2018 年度和上述三年累计的具体净利润数额（以扣除非经常性损益后孰低为准）分别为 4,493.69 万元、6,740.53 万元、9,566.23 万元共 20,800.45 万元，若业绩承诺期间，金和矿业的实际净利润数额不足承诺净利润数额的，则出让方将向上市公司进行补偿，业绩按年考核，最后一年滚存累积计算。

2017 年，金和矿业净利润为 4,247.68 万元，低于预测业绩金额，比预计利润少 2,492.85 万元，因此，联祥贸易应在 2018 年支付业绩补偿款 2,492.85 万元，待业绩承诺期间期满后滚存累积计算。公司董事会经过讨论分析，认为金和矿业业绩未达到预测金额的主要原因是当地洪灾导致公司实施抢险、环保和基建整改等工作而影响了生产进度。随着基础设施的完善和技改扩建的完成，2018 年基本上能够弥补 2016 年和 2017 年未实现的利润承诺，如有不足将从未支付的交易对价中扣除。

2017 年，公司新增约 1300 万金额投入俊龙矿业，建成投产尚需时日。

图表 21：已收购矿山俊龙矿业和金和矿业

矿山名称	俊龙矿业	金和矿业
收购时间	2017年7月12日	2016年6月18日
投产时间	在建	2015年
收购价格(万元)	万元 38000.0	66710.0
2017年营收	万元 0.0	13530.7
2017年净利	万元 -649.6	2784.1

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 22：俊龙和金和资源量

(*俊龙矿业邦达矿区未作深入勘探，预期有较强开采前景)

矿山名称	俊龙矿业*	金和矿业
铅	万吨 45.62	53.09
锌	万吨	15.74
铜	万吨 0.0269	1.93
银	吨 0.392	862.3
金	千克 1.81	

来源：公司公告，国联证券研究所

3.2. 拟收购湖南嘉宇和赤峰宇邦，白银储量大幅增长

➢ 宇邦矿业白银金属储量达到 1.86 万吨

2018 年，公司筹划重大资产重组，以现金和发行股份的方式收购嘉宇矿业和东谷云商 100% 股权，以及宇邦矿业 65% 的股权。三家公司分别涉及上游矿山采选和下游电商产品销售，有助于公司打通产业链。

嘉宇矿业根据公司披露的信息，其经营范围包括有色金属矿、黑色金属矿的采矿、选矿及冶炼，非金属矿的采矿、选矿；对矿产品资源开采项目的投资建设；矿产品收购及销售等。覆盖的主要金属包括铅、锌、锡、钨等。公司暂未披露嘉宇矿业的资源储量情况。截止 2018 年 6 月底，嘉宇矿业资产总额 6.36 亿元，净资产 3.8 亿元。

宇邦矿业的双尖子山矿区根据 2017 年 12 月 25 日内蒙古自治区国土资源厅出具的关于《内蒙古自治区巴林左旗双尖子山矿区银铅锌矿生产勘探报告》矿产资源储量评审备案证明，主共生和伴生合计白银金属量达到 1.86 万吨、铅金属量达到 86.14 万吨、锌金属量达到 191.53 万吨。根据报告的评审意见，双尖子山矿区银铅锌矿相关地质勘查成果刷新了国内银矿规模记录。

图表 23：2018 年计划资产重组收购三大项目

标的资产	嘉宇矿业	东谷云商	宇邦矿业
收购股权	100%	100%	65%
主营	白银制品的品牌运营和销售；企业孵化器服务；供应链管理及配套服务		
预计金额	14-16 亿元	4-6 亿元	20-24 亿元
业绩补偿	有业绩承诺及补偿安排		

来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：宇邦矿业双尖子山矿区 (2017.12.25)

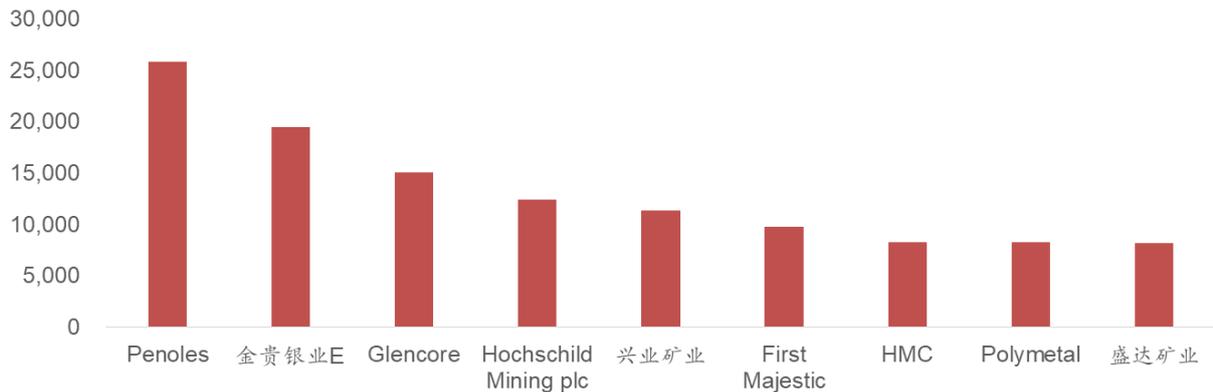
	银	铅	锌
主、共矿石量(万吨) 121b+122b+333	11134.64	3803.3	10460.8
主、共金属量(万吨)	1.55	39.22	152.30
伴生金属量(万吨)	0.31	46.92	39.23
金属量合计(万吨)	1.86	86.14	191.53

来源：Wind，国联证券研究所

➤ 公司白银储量跃入世界前列

按金贵银业能够完成对赤峰宇邦的收购假设来统计,公司的白银储量将接近 2 万吨,选取矿产白银排在前列的国外公司和国内主要银矿生产企业 2017 年的资源量来看,第一大矿产银和冶炼银企业 Penoles 资源量超过 2.5 万吨,排名第一。而金贵银业已经可以凭借赤峰宇邦和金和矿业的储量排至第二,超过了嘉能可和 Hochschild Mining。兴业矿业依赖于银漫矿业超万吨的资源量同样位居前列。

图表 25: 主要矿产白银公司资源量, 单位: 吨 (2017 年底, 金贵银业为完成收购后的预计资源量)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

4. 铅冰铜综合回收有望规模化复制

4.1. 投资 1.8 亿, 经历技术升级, 2018 年有望达产

➤ 回收金属的新工艺, 2010 年开始计划

公司从 2010 年就计划投入建设铅冰铜项目, 处理原料为低品位铅冰铜 (15000t/a)、高铜铅渣 (10000t/a) 和反射炉冰铜 (25000t/a), 由“10 万吨铅富氧底吹项目”达产后所产生的低品位铅冰铜 (15000t)、高铜铅渣 (10000t)、反射炉冰铜 (5000t) 以及外购约 2 万吨来提供。

➤ 技术升级工艺突破, 历经八年有望达产

项目初期公司计划采用“火法富集—纯碱加压浸出—硫酸常压浸出”新工艺来处理铅冰铜, 这在当时已经是最理想的生产工艺流程, 然而随着项目的推进和技术的不断突破, 公司于 2015 年开展“铅冰铜氧压酸浸-旋流电解”实验并取得实质性进展, 为公司募投项目“5 万吨/年铅冰铜渣资源综合利用”实施提供了更先进的技术保障。

随着生产工艺的变更, 铅冰铜渣综合回收项目的进度也随之有所延缓, 截止 2018 年, 该项目虽已投产, 但仍处于磨合期, 尚未完全达产。

图表 26: 公司铅冰铜项目募投计划

序号	项目名称	金额 (万元)	占总投资比例 (%)
一	工程费用	10,001.00	57.65
1	建筑工程	1,713.00	9.87
2	设备费用	7,340.00	42.31
3	安装工程	948	5.46
二	工程建设其它费用	751.1	4.33
三	不可预见费用	1,075.20	6.2
四	铺底流动资金	5,520.00	31.82
	合计	17,347.30	100

来源: 招股说明书, 国联证券研究所

图表 27: 铅冰铜项目进展年表

年份	当期投入	累计投入	项目进度	其它
2013	170.50		28.99%	本项目采用公司自主研发的“火法富集—纯碱加压浸出—硫酸常压浸出”新工艺来处理铅冰铜, 是目前最理想的生产工艺流程。
2014	2,837.74	8,181.80	47.16%	低品位冰铜富集冶炼系统已经完工, 高品位冰铜湿法处理及配电、供氧等相关辅助系统正在进行设计、施工, 预计2016年3月建成
2015	4,383.46	12,565.26	72.43%	开展“铅冰铜氧压酸浸-旋流电解”实验并取得实质性进展, 为公司募投项目5万吨/年铅冰铜渣资源综合利用”实施提供了更先进的技术保障。根据生产需要, 积极组织冰铜降铅、烟尘脱铜等技术攻关, 取得阶段性进展。
2016	3,781.20	16,346.46	94.23%	已完工投产, 项目投资16,346.46万元, 经过多年的攻关改进, 项目的生产工艺为公司自主研发全球首创的“氧压酸浸—旋流电解”新工艺, 计划在2017年达产, 将为公司形成新的利润增长点。
2017	3,603.77		114.43%	5万吨/年铅冰铜渣资源综合利用”项目已完工投产, 项目投资17,166.03万元, 经过多年的攻关改进, 项目的生产工艺为公司自主研发全球首创的“氧压酸浸—旋流电解”新工艺, 预计2018年达产
2018H1	8.57	18,174.60	104.77%	5万吨/年铅冰铜渣资源综合利用项目正处于磨合期, 尚未达产

来源: 公司公告, 国联证券研究所

4.2. 铅冰铜项目收益高, 有望实现规模化复制

➤ 达产时有望顺利实现预期收益

铅冰铜以冶炼渣料为原材料, 5万吨的处理量预期产出为阳极铜 1.31 万吨、粗铅 6500 吨左右、砷富集渣 1650 吨左右, 铁铅银渣 1.76 万吨、碲渣 360 吨、硫酸钙 3.7 万吨。根据铅冰铜来料成分的不同, 产出略有差异, 但可以看到产出十分丰富。根据招股书时的盈利预测, 该项目达产后可以形成年利润总额 9,790.69 万元, 年税后净利润 7,343.02 万元。

2017 年铅冰铜项目已经为公司实现效益 4133.25 万元, 2018 年上半年, 铅冰铜项目实现效益 2766.99 万元, 尽管仍为达产, 但效益已十分可观, 预计年度可实现效益 6000 万元左右, 已经接近招股说明书时的预期。

图表 28: 铅冰铜预期产出 (2013 年预测)

序号	产品名称	产品产量	产品质量	备注
主产品				
1	阳极铜	13,051.185t	Cu 99.9%	
副产品				
2	粗铅	6,688.85t	Pb 95.01%	(Ag551g/t)
3	砷富集渣	1,647.75t	Se 12.37%	
4	铁铅银渣	17,590.81t	Pb 37.46%	(Ag233g/t)

来源: 招股说明书, 国联证券研究所

图表 29: 铅冰铜项目年度实现效益 (万元)



来源: 公司年报, 招股说明书, 国联证券研究所

➤ 投资少收益高, 可复制性强

中国每年矿产铅大约 300 万吨, 折合铅冰铜产出量大约 100 万吨左右, 部分铅冰铜产出企业选择自行回收, 但效益或许不如预期, 更多的企业选择直接对外出售, 从这方面可以看到公司所需原材料有较为充足的保障, 而随着公司 2000 吨白银的产

能达产，铅冰铜自给率进一步提高，原材料能够有充分保障。

另一方面，企业和地方政府也会选择合作或招标的模式，建设资源回收处理项目。公司可以选择自己扩大产能规模，或者与其他公司或地方政府合作，作为技术出让方或运营方。

图表 30：铅冰铜出售量较为充裕



来源：网络资料，国联证券研究所

图表 31：15 万吨铅冰铜项目招标

项目基本情况			
项目名称:	年处理15万吨铅冰铜综合利用项目		
所属地区:	湖南省	发布时间:	2018-08-30
所属行业:	[仅付费会员可见]	投资总额:	[仅付费会员可见]
进展阶段:	[仅付费会员可见]	设备来源:	[仅付费会员可见]
审批机关:	[仅付费会员可见]	资金到位:	已经落实

来源：网络资料，国联证券研究所

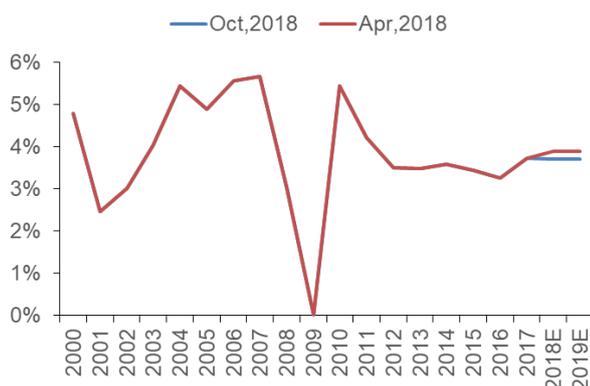
5. 价格分析：银价有上行空间，铅价或将下调

5.1. 避险情绪回升+年内涨幅低迷，白银价格有上行空间

根据 IMF 的最新预测，2018 和 2019 年全球 GDP 增速为 3.7%，维持在 2017 年的水平，相比此前 3.9% 的预判下调了 0.2 个百分点。尽管 GDP 增速仍将维持在较为乐观的水平，但增速的下调显示出贸易战所引发的经济增长的不确定性正在加强。而相应地贵金属的避险属性有望增加其投资需求。

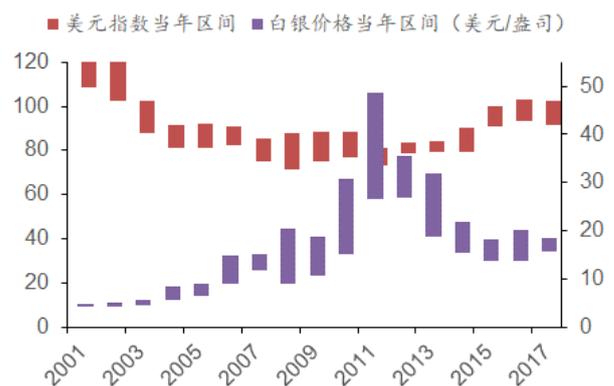
另一方面，尽管白银在 2001 年到 2011 年期间涨幅超过 11 倍，但当年涨幅较大的则是 2008 年-2012 年这 5 年时间，也就是全球经济危机发生和缓慢筑底的这六年，2013 年基本呈单边下跌的趋势。因此我们认为，在不出现大的经济危机的情况下，贵金属出现大涨尤其是当年出现大涨的可能性较低。

图表 32：IMF 调低全球增长预期



来源：Wind，IMF，国联证券研究所

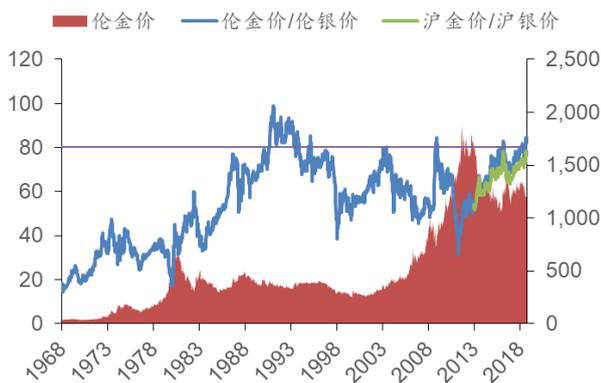
图表 33：美元指数与白银价格当年区间



来源：Wind，国联证券研究所

另外一个市场关注的金银价格比方面，回顾 1968 年至今国外成熟金融市场的金银价格比，从最初的 16.3 逐渐上升。80 年代以后的中枢值在 60 左右，而历史上只有 90 年代初在金银比突破 80 之后继续上行，接近 100。其余时间很少有超过 80 的，而现在，伦敦/伦敦银的价格比已经再次突破 80 的历史相对高位，截止 10 月 19 日达到 84.04。白银价格存在修复性行情的投资机会。

图表 34：伦敦金历史价格及金银价格比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 35：银价 2018 年迄今近乎单边下跌

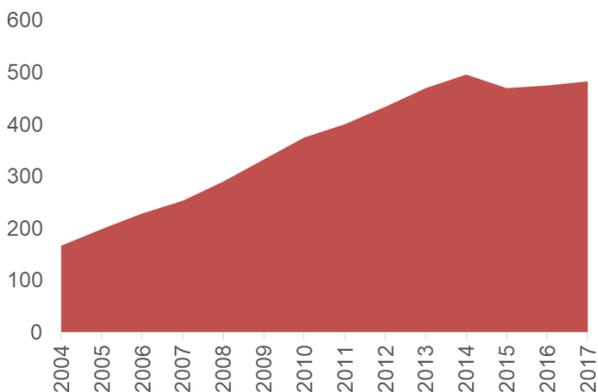


来源：Wind，国联证券研究所

5.2. 铅价：短缺转向过剩，2019 年或将回落

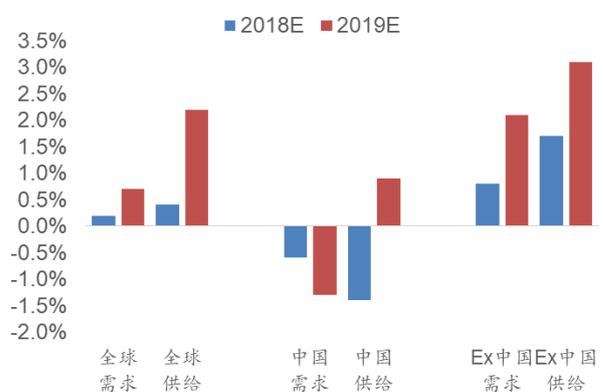
国际铅锌研究小组公布的预测来看，由于锂电池的消费增加导致的中国市场需求持续下滑，拖累至整个全球需求增速较低，预计 2018 和 2019 年分别为 0.2% 和 0.7%，而供给又相对宽裕，预计 2018 和 2019 年同比增速将分别达到 0.4% 和 2.2%。整体来看 2018 年仍然短缺，但 2019 年将出现过剩。收到供需格局转变的影响，铅价在 2019 年或将出现回落。

图表 36：中国精炼铅消费量趋于停滞（万吨）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 37：供给增速略大于需求增速

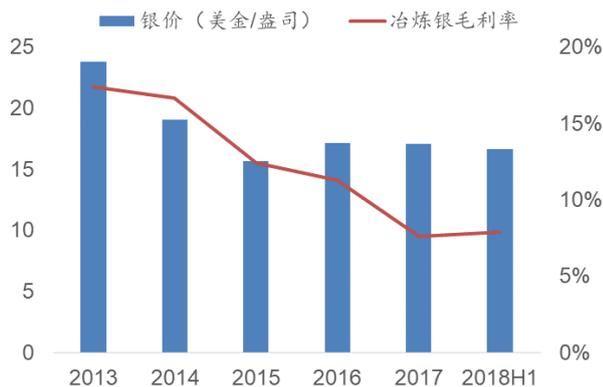


来源：ILZSG，国联证券研究所

5.3. 金属价格与公司业绩弹性相关性分析

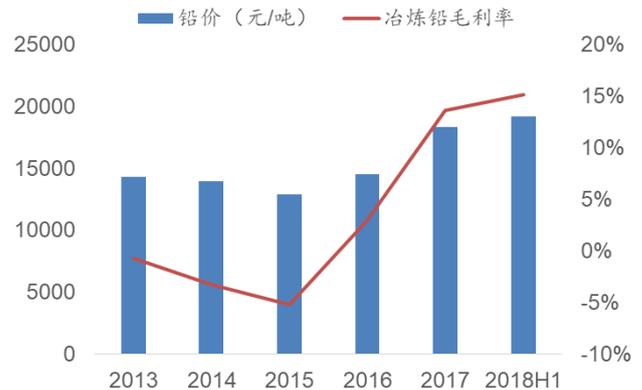
金属价格与公司毛利率有相关性，2013-2015 年银价下跌的过程中，公司的电银毛利率逐年下降，2016 年至今银价略有反弹，但公司电银毛利率依然有所下滑，这与公司产能扩张但还未达产有关。电解铅的毛利率变化和价格走势基本一致，未来公司电解铅产能基本稳定，预计公司电银毛利率变动与价格变化维持联动

图表 38：银价与公司冶炼银毛利率变化



来源：Wind，国联证券研究所

图表 39：铅价与公司冶炼铅毛利率变化



来源：Wind，国联证券研究所

6. 盈利预测及估值

6.1. 公司主营业务拆分及预测

图表 40：公司主营业务分拆预测

	单位	2018E	2019E	2020E
电银营收	百万元	5614.07	6287.76	7014.79
电银毛利率		7.85%	7.90%	7.92%
银深加工品营收	百万元	268.66	295.53	339.86
深加工毛利率		8.00%	9.00%	10.00%
黄金	百万元	300	300	300
黄金毛利率		5%	5%	5%
电铅营收	百万元	1493.2	1500.9	1565.2
铅毛利率		14.50%	14.20%	14.00%
综合回收	百万元	476.58	524.24	576.66
综合回收毛利		28.00%	30.00%	32.00%
矿产品	百万元	59.38	68.29	78.53
矿产品毛利		55%	56%	58%
贸易	百万元	3564.16	3920.57	4312.63
贸易毛利		0.10%	0.10%	0.10%
营收合计	百万元	11776.03	12897.25	14187.64
毛利合计	百万元	863.37	950.89	1058.07
综合毛利率		7.33%	7.37%	7.46%

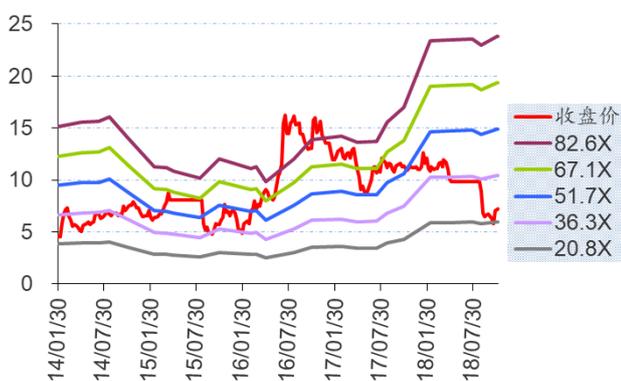
来源：公司公告，国联证券研究所

预计公司电解银产销量稳步提升，电铅和综合回收板块亦随之逐年增加。2018年-2020年公司营收分别达到117.8亿元、129.0亿元和141.9亿元，归母净利分别为3.2亿元、3.59亿元和3.88亿元，对应EPS分别为0.33、0.37和0.4元，PE分别为21.6X、19.3X和17.8X。

6.2. PE 及 PB 均处于公司历史底部

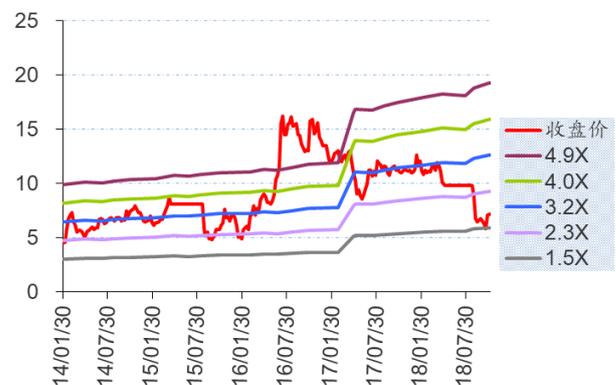
公司当前股价对应 PE 和 PB 处于历史底部，鉴于公司未来不但在现有主营有持续的增量，更有上游矿产资源的拓展，看好公司的长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 41: 金贵银业 PE-Band



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 42: 金贵银业 PB-Band



来源: Wind, 国联证券研究所

7. 风险提示

公司矿山开发不及预期；白银冶炼扩产不及预期；铅冰铜项目达产不及预期

图表 43：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,905.30	1,766.40	1,934.59	2,128.15	营业收入	11,301.77	11,776.03	12,897.25	14,187.64
应收账款+票据	102.99	113.73	123.99	137.52	营业成本	10,515.93	10,912.66	11,946.36	13,129.57
预付账款	691.66	763.37	829.48	921.13	营业税金及附加	36.37	23.55	25.79	28.38
存货	3,880.11	3,914.64	4,049.60	4,156.38	营业费用	9.50	8.24	9.03	9.93
其他	100.28	100.28	100.28	100.28	管理费用	163.64	135.42	148.32	163.16
流动资产合计	6,680.49	6,658.58	7,038.08	7,443.60	财务费用	284.66	268.39	318.70	370.59
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.61	5.00	5.00	5.00
固定资产	1,363.68	1,338.03	2,188.14	2,988.25	公允价值变动收益	-3.67	-5.00	0.00	0.00
在建工程	74.23	1,000.00	1,000.00	1,000.00	投资净收益	-0.20	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,200.97	1,175.98	1,150.98	1,125.99	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	81.77	69.39	57.00	57.00	营业利润	281.19	417.76	444.05	481.02
非流动资产合计	2,720.66	3,583.39	4,396.12	5,171.23	营业外净收益	-22.32	-20.00	0.00	0.00
资产总计	9,401.15	10,241.97	11,434.20	12,614.83	利润总额	258.87	397.76	444.05	481.02
短期借款	851.48	1,515.33	2,203.88	2,828.83	所得税	24.52	60.41	66.61	72.15
应付账款+票据	660.57	703.51	744.54	800.12	净利润	234.35	337.35	377.44	408.86
其他	1,701.00	1,413.92	1,424.35	1,469.47	少数股东损益	4.11	16.87	18.87	20.44
流动负债合计	3,213.05	3,632.76	4,372.76	5,098.42	归属于母公司净利润	230.25	320.48	358.57	388.42
长期带息负债	2,233.14	2,355.36	2,473.18	2,565.91					
长期应付款	159.71	159.71	159.71	159.71					
其他	7.89	7.89	7.89	7.89					
非流动负债合计	2,400.75	2,522.97	2,640.79	2,733.51					
负债合计	5,613.80	6,155.73	7,013.55	7,831.93					
少数股东权益	249.99	266.86	285.73	306.17					
股本	564.99	564.99	564.99	564.99					
资本公积	1,653.13	1,653.13	1,653.13	1,653.13					
留存收益	1,318.32	1,600.34	1,915.88	2,257.69					
股东权益合计	3,786.43	4,085.32	4,419.73	4,781.98					
负债和股东权益总计	9,401.15	10,241.97	11,434.20	12,614.83					

主要财务比率				
	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	43.93%	4.20%	9.52%	10.01%
EBIT	40.36%	10.35%	15.73%	11.35%
EBITDA	38.11%	10.10%	20.11%	13.46%
归属于母公司净利润	59.33%	39.19%	11.89%	8.32%
获利能力				
毛利率	6.95%	7.33%	7.37%	7.46%
净利率	2.07%	2.86%	2.93%	2.88%
ROE	6.51%	8.39%	8.67%	8.68%
ROIC	8.35%	6.81%	6.61%	6.43%
偿债能力				
资产负债	59.71%	60.10%	61.34%	62.09%
流动比率	2.08	1.83	1.61	1.46
速动比率	0.84	0.73	0.66	0.63
营运能力				
应收账款周转率	10,521.83	7,633.05	7,669.89	7,605.82
存货周转率	2.71	2.79	2.95	3.16
总资产周转率	1.20	1.15	1.13	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.33	0.37	0.40
每股经营现金流	0.46	0.61	0.60	0.76
每股净资产	3.68	3.98	4.30	4.66
估值比率				
市盈率	29.99	21.55	19.26	17.78
市净率	1.95	1.81	1.67	1.54
EV/EBITDA	12.39	12.30	11.27	10.75
EV/EBIT	15.50	15.35	14.60	14.18

现金流量表				
单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	264.44	359.35	377.44	408.86
折旧摊销	121.26	132.27	182.27	219.88
财务费用	283.22	136.50	174.25	207.44
存货减少	-247.15	-34.53	-134.96	-106.78
营运资金变动	-63.52	-10.07	-24.90	-4.48
其它	79.83	5.00	5.00	5.00
经营活动现金流	438.08	588.52	579.10	729.93
资本支出	365.82	1,000.00	1,000.00	1,000.00
长期投资	396.97	0.00	0.00	0.00
其他	43.46	-338.53	0.00	0.00
投资活动现金流	-719.34	-1,338.53	-1,000.00	-1,000.00
债权融资	389.60	786.07	806.36	717.68
股权融资	1,195.24	0.00	0.00	0.00
其他	-809.87	-174.96	-217.28	-254.05
筹资活动现金流	774.97	611.11	589.08	463.63
现金净增加额	498.74	-138.90	168.18	193.56

来源：公司公告，国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810