

2020年03月08日

华钰矿业 (601020.SH)

## 战略重心转向贵金属矿山，产能释放蓄势待发

■公司是西藏地区民营矿企龙头，目前依托于西藏扎西康、拉屋等主力矿山，主要产品为铅锑（含银）精矿、锌精矿。公司主要从事有色金属勘探、采矿、选矿及贸易业务，截至2018年底，公司国内控制铅、锌、铜、锑、银资源储量分别达到71.23万金属吨、113.17万金属吨、2.54万金属吨、15.39万金属吨、1,656.78金属吨。2018年公司铅锑（含银）精矿、锌精矿收入占比48.5%、37.2%，毛利占比分别为60.3%、39.4%。

■国内铅锌银锑产品产量成长性强，扎西康矿山产量稳定，柯月矿拟于2020年中投产，主营产品将产量大幅增长。一是扎西康矿山产量相对稳定，选矿量保持在70万吨/年左右；二是据公司公告，柯月项目（设计选矿产能40万吨/年）预计2020年中投产，据我们测算，若柯月达产，公司铅、锌、锑、银产量分别有望增加49%、36%、122%、57%，其中白银产量有望从现有的65吨增至102吨左右。

■2017年底以来，公司连续发力收购国内外黄金资产，彰显公司战略重心转向贵金属矿山的决心。一是2017年12月，公司响应国家“一带一路”号召，收购塔铝金业50%权益，开始在塔吉克斯坦布局锑、金资产。收购后新增黄金权益储量24.95金属吨，并新增金精矿及金锭业务，达产后预计年生产黄金权益产量约1.1吨。二是2019年6月，公司登陆黄金资源丰富的非洲，收购埃塞俄比亚提格雷资源私人有限公司70%股权，该公司可控资源为黄金9.5金属吨。三是2019年11月公司拟收购贵州亚太矿业有限公司40%股权，获得泥堡金矿采矿权及两个探矿权；收购完成后，公司拟控制黄金资源量113吨，权益资源量超过50吨。我们认为，随着以上金矿项目的孵化和投产，公司主营业务金属品种正在逐渐从铅锌转向金银，未来仍有进一步择优并购海内外贵金属资产的潜力。

■塔铝金业拟于2020年中投产，公司有望成为全球主要锑矿供应商，并新增金精矿及金锭业务。2017年12月公司与塔吉克铝业强强联合，收购塔铝金业50%股权，新增权益锑资源量13.23万吨、黄金24.95吨。塔铝是塔国最大的国有独资企业，矿山开发经验丰富，华钰在高海拔矿山勘探采选和生产管理的经验老道，而海拔高、矿产资源丰富，正是处于“一带一路”核心的中亚地区的显著特点，我们认为，以塔铝金业为起点，双方的强强联合将迈出公司国际化发展的第一步。据公司公告，旗下康桥奇矿山拟于2020年中投产，一是达产后公司预计年新增锑精矿1.6万金属吨，届时公司年锑矿的产出量约2.1万吨，全球占比接近15%，有望成为全球主要锑矿供应商；二是达产后预计年生产黄金2.2吨左右，权益产量1.1吨左右。

■通过埃塞俄比亚提格雷项目登陆非洲大陆，打开国际化矿业开发新空间。提格雷资源私人有限公司拥有Da Tambuk和Mato Bula两份采矿证，控制黄金资源量约9.5吨，品位约42克/吨，采选量为30万吨矿石/年，预计2021年底前实现投产，达产后年产黄金0.7~0.8吨/年。公司以提格雷项目为抓手，为拓展非洲区域打下坚实基础。

■贵州泥堡金矿项目资源储量和业绩潜力大，是奠定公司金矿开发行业地位的重要一步。一是公司通过塔铝金业，积累了较为丰富的黄金资源开发经验，

## 公司快报

证券研究报告

铅锌

投资评级 **买入-A**

维持评级

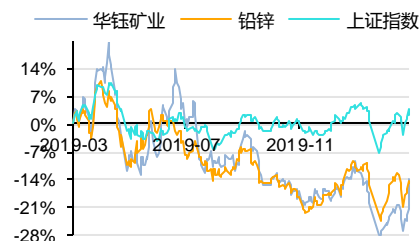
6个月目标价: **11.81元**

股价 (2020-03-06) **9.17元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	4,822.66
流通市值 (百万元)	4,794.64
总股本 (百万股)	525.92
流通股本 (百万股)	522.86
12个月价格区间	7.63/12.95元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.51	-0.47	-13.65
绝对收益	18.02	3.73	-15.96

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001  
qiding@essence.com.cn  
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518090001  
huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020002  
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn  
010-83321037

### 相关报告

华钰矿业: 产能稳步投放, 贵金属业绩弹性提升/齐丁	2019-02-22
华钰矿业: 成功收购塔铝金业, 掀开国际化发展新篇章/齐丁	2018-08-24

在工程技术、人才管理等方面相对成熟，具备转型黄金资源开发的基础。二是大股东地勘经验丰富，收购前经过详细论证，项目成功率高。三是泥堡金矿床作为滇黔桂“金三角”矿集区的重要组成部分，同时兼具层控型和断裂型两种类型金矿体，是近年来金矿找矿重大突破之一，增产潜力巨大。四是泥堡项目稳步建设，未来业绩将逐步释放。据公司公告，泥堡金矿项目黄金控制资源量 54 吨，品位 4.5 克/吨，采选量为 100 万吨矿石/年，预计 2022 年正式投产，达产后预计黄金产量为 3~4 吨/年，预计克金成本在 100-120 元/克，泥堡金矿达产后为国内较大的单体金矿，具备较强的经济效益，有望奠定公司在贵金属行业的地位。

■2020-2024 年三大金矿项目逐步达产，再加上金银价格已进入上行通道，公司贵金属业绩和估值弹性将大幅加强。据我们测算，2020~2021 年公司黄金权益产量分别为 0.55 吨、1.18 吨，主要受益于塔金项目的逐步达产；2022 年开始，提格雷、贵州泥堡项目有望相继投产，2024 年公司三大黄金项目完全达产后，黄金产量有望达 6.6 吨，权益产量有望达 3.2 吨左右。考虑到当前金银价格现已进入上行通道，公司金银产能的投放将进一步增强公司业绩弹性，公司整体估值中枢有望系统性抬升。

■投资建议：维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 11.81 元/股。考虑到 2020-2021 年柯月项目及塔金项目逐步达产，2019~2021 年在铅、锌、金价格分别为 1.65 万/吨、1.5 万/吨、1.5 万/吨；1.8 万/吨、1.6 万/吨、1.6 万/吨；315 元/克、360 元/克、396 元/克的假设下，我们预计 2019~2021 年公司归母净利分别为 1.38 亿、3.11 亿、5.01 亿，如不考虑可转债转股，EPS 分别为 0.26 元、0.59 元、0.95 元；如考虑可转债在 2020 年全部转股后新增股本 0.63 亿，稀释后 EPS 分别为 0.26 元、0.53 元、0.85 元。鉴于公司在 2022 年后埃塞俄比亚提格雷金矿、贵州泥堡金矿逐步达产，且公司泥堡项目黄金增储潜力较大，结合金、银价格中枢系统性上移，公司主业将逐步由铅锌锡切换至贵金属，公司估值中枢也将系统性提升。我们维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 11.81 元/股，相当于 2020 年 20.0x 动态市盈率。

■风险提示：1) 主要矿山项目投产进度不及预期；2) 铅锌锡金银价格不及预期；3) 资产收购不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	904.6	1,145.0	876.9	1,609.9	2,560.9
净利润	304.5	224.6	137.7	310.6	501.1
每股收益(元)	0.58	0.43	0.26	0.59	0.95
每股净资产(元)	3.44	3.78	4.23	4.70	5.46

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	15.8	21.5	35.0	15.5	9.6
市净率(倍)	2.7	2.4	2.2	2.0	1.7
净利润率	33.7%	19.6%	15.7%	19.3%	19.6%
净资产收益率	15.9%	8.2%	4.7%	13.6%	20.6%
股息收益率	1.3%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	17.2%	11.1%	4.4%	8.9%	14.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	904.6	1,145.0	876.9	1,609.9	2,560.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	355.3	645.0	522.6	768.4	1,039.6	营业收入增长率	35.4%	26.6%	-23.4%	83.6%	59.1%
营业税费	26.6	29.2	21.9	33.8	56.3	营业利润增长率	40.7%	-26.6%	-40.2%	259.0%	88.0%
销售费用	3.6	1.8	1.0	1.8	2.8	净利润增长率	62.7%	-26.2%	-38.7%	125.5%	61.3%
管理费用	157.7	183.2	149.1	257.6	459.4	EBITDA 增长率	26.5%	-21.3%	-20.7%	136.2%	73.6%
财务费用	23.4	28.3	32.8	48.0	62.5	EBIT 增长率	38.3%	-23.4%	-26.5%	184.9%	82.9%
资产减值损失	19.6	24.5	-10.0	-	-	NOPLAT 增长率	45.9%	-24.3%	-36.5%	219.5%	83.1%
加:公允价值变动收益	-	1.7	0.1	0.0	0.0	投资资本增长率	17.6%	58.2%	59.1%	16.0%	6.0%
投资和汇兑收益	0.3	-1.0	-	-	-	净资产增长率	16.7%	40.4%	8.7%	13.2%	22.0%
<b>营业利润</b>	317.4	233.0	139.2	499.9	939.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	21.2	16.2	19.5	19.5	19.5	毛利率	60.7%	43.7%	40.4%	52.3%	59.4%
<b>利润总额</b>	338.6	249.2	158.7	519.4	959.2	营业利润率	35.1%	20.3%	15.9%	31.0%	36.7%
减:所得税	39.2	31.7	23.8	77.9	143.9	净利润率	33.7%	19.6%	15.7%	19.3%	19.6%
<b>净利润</b>	304.5	224.6	137.7	310.6	501.1	EBITDA/营业收入	46.3%	28.8%	29.8%	38.3%	41.8%
						EBIT/营业收入	37.8%	22.9%	21.9%	34.1%	39.2%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	303	252	342	192	137
						流动资产周转天数	13	23	-35	-39	-12
货币资金	559.1	123.3	503.9	452.2	1,527.0	流动资产周转天数	309	225	320	256	274
交易性金融资产	8.5	-	-	-	-	应收帐款周转天数	44	64	126	82	76
应收帐款	105.2	299.7	315.7	418.6	665.8	存货周转天数	24	21	30	28	25
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,089	1,078	1,777	1,206	963
预付帐款	128.8	11.5	125.4	184.4	249.5	投资资本周转天数	760	838	1,736	1,255	873
存货	84.4	50.3	94.1	153.7	207.9	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	41.1	18.3	19.1	19.1	19.1	ROE	15.9%	8.2%	4.7%	13.6%	20.6%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	5.6%	2.8%	7.3%	10.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	17.2%	11.1%	4.4%	8.9%	14.1%
长期股权投资	-	-	-	770.0	778.4	<b>费用率</b>					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
固定资产	781.2	818.7	848.0	872.4	1,081.7	管理费用率	17.4%	16.0%	17.0%	16.0%	17.9%
在建工程	370.4	454.7	515.7	515.7	515.7	财务费用率	2.6%	2.5%	3.7%	3.0%	2.4%
无形资产	787.5	2,058.7	2,056.5	2,056.5	2,056.5	三费/营业收入	20.4%	18.6%	20.8%	19.1%	20.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
<b>资产总额</b>	2,960.7	3,895.7	4,760.3	6,023.3	7,682.4	资产负债率	36.5%	32.2%	39.7%	46.0%	48.4%
短期债务	40.0	55.0	30.0	30.0	50.0	负债权益比	57.5%	47.6%	65.8%	85.3%	93.7%
应付帐款	173.5	288.1	217.4	291.1	372.5	流动比率	2.22	0.65	1.36	1.28	2.22
应付票据	-	-	-	-	-	速动比率	2.01	0.58	1.24	1.12	2.04
其他流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	14.64	9.26	5.88	11.43	16.05
长期借款	660.0	387.0	370.0	1,070.0	1,770.0	<b>分红指标</b>					
其他非流动负债	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.12	0.09	-	-	-
<b>负债总额</b>	1,080.8	1,255.8	1,888.3	2,772.0	3,716.0	分红比率	20.7%	21.1%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东权益	72.6	650.4	647.6	778.4	1,092.7	股息收益率	1.3%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	525.9	525.9	525.9	525.9	525.9						
留存收益	1,325.9	1,489.0	1,725.9	1,974.4	2,375.3						
<b>股东权益</b>	1,879.9	2,639.9	2,870.3	3,249.6	3,964.8						

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	299.5	217.5	137.7	310.6	501.1	EPS(元)	0.58	0.43	0.26	0.59	0.95
加:折旧和摊销	95.9	84.4	68.8	68.8	68.8	BVPS(元)	3.44	3.78	4.23	4.70	5.46
资产减值准备	19.6	24.5	-10.0	-	-	PE(X)	15.8	21.5	35.0	15.5	9.6
公允价值变动损失	1.7	-1.7	0.1	0.0	0.0	PB(X)	2.7	2.4	2.2	2.0	1.7
财务费用	24.6	29.1	32.8	48.0	62.5	P/FCF	29.9	-4.8	-3.1	27.0	5.6
投资损失	-0.3	1.0	-	-	-	P/S	5.3	4.2	5.5	3.0	1.9
少数股东损益	-5.0	-7.1	-2.8	130.8	314.2	EV/EBITDA	26.4	17.4	29.8	13.6	7.8
营运资金的变动	-228.1	87.0	-6.9	-37.8	-142.6	CAGR(%)	13.8%	55.3%	-9.4%	13.8%	55.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	285.9	388.0	219.7	520.5	804.1	PEG	1.1	0.4	-3.7	1.1	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-266.8	-719.2	-0.1	-770.0	-8.4	ROIC/WACC	1.3	0.9	0.3	0.7	1.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	84.2	-104.7	138.9	-103.4	-181.9	REP	4.0	2.1	4.4	2.0	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

齐丁、黄孚、王政声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034