

分析师: 周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

铂金或成为公司发展的重要推动力

——白银有色(601212)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)
市场数据(2019-09-23)

发布日期: 2019年09月24日

收盘价(元)	4.30
一年内最高/最低(元)	5.71/2.88
沪深300指数	3890.66
市净率(倍)	3.30
流通市值(亿元)	84.48

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	1.56
每股经营现金流(元)	0.13
毛利率(%)	4.97
净资产收益率-摊薄(%)	0.04
资产负债率(%)	69.63
总股本/流通股(万股)	740477.45/196467.51
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现


资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告
联系人: 李琳琳
电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **公司是业内领先的有色金属企业。**公司具备铜、铅、锌、金、银等多种有色金属及贵金属的采选、冶炼、加工及贸易能力,业务覆盖有色金属勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的全产业链,涉及国内、南非、秘鲁、哈萨克斯坦、刚果(金)、菲律宾等多个地区。
- **公司海内外资源保有量丰富。**国内:公司在国内拥有16座矿山,位于甘肃、新疆、陕西、西藏等资源储量丰富的省份和地区,拥有16个采矿权、3个探矿权。铜铅锌金属量883.75万吨,其中:铜金属量32.9万吨、铅金属量172.15万吨、锌金属量678.7万吨,金金属量16.75吨、银金属量1960吨、钼金属量1.51万吨。公司拥有的锌资源储量在国内位居前列。其中,主力矿山--厂坝铅锌矿是国内特大型铅锌矿床之一,属国家重点规划整装勘查区,是我国已探明的第二大铅锌矿床,矿石总量为1.18亿吨,探明铅+锌金属总量788.61万吨,综合平均品位6.67%。国外:全资子公司第一黄金的黄金资源量为2,601.02万盎司(约折合809吨),黄金储量228.27万盎司(约为71吨)。公司持股16.81%的斯班一公司(含静水公司和隆明公司)目前拥有黄金资源量10,422.1万盎司(约合3,241.6吨)、黄金储量1,658.4万盎司(约合515.8吨),拥有铂系金属资源量38,437.3万盎司(约合11,923.6吨)、铂系金属储量7,606.2万盎司(约2422.7吨)。公司持股约34.42%的班罗公司目前拥有黄金资源量为1,312万盎司(约折合408吨)、黄金储量311万盎司(约折合97吨)。
- **公司总体产量保持增长,锌和贵金属产量上升较快。**采选方面,2019年上半年,公司采选系统产出精矿铜铅锌钼金属量9.13万吨,同比增加0.78万吨(+9.29%)。其中精矿含铜2.20万吨,同比减少511吨(-2.27%);精矿含锌5.97万吨,同比增加0.87万吨(+17.16%);精矿含铅0.96万吨,同比减少407吨(-4.07%);精矿含钼40吨,同比减少62吨(-60.82%)。公司精矿金属量同比增加的主要原因是首信秘鲁矿业锌精矿金属量较上年增加。**冶炼方面,**冶炼系统生产阴极铜6.89万吨,同比减少0.8万吨(-10.35%);生产电铅1.31万吨,同比增加0.42万吨(+47.58%);生产锌产品16.58万吨,同比增加4.58万吨(+38.13%);生产黄金4,119千克,同比增加794千克(+23.88%);生产白银91吨,同比增加29吨(+46.77%);生产硫酸51.77万吨,同比增加8.68万吨(+20.15%)。公司金属产品及副产品同比增加主要是由于西北铅锌厂新系统于2018年下半年开车。
- **公司业绩正走出低迷。**2019年上半年公司实现营业收入收266.88亿元,同比增长19.31%;实现归属母公司股东净利润478万元,同比增

长 104.93%；实现扣非后归属母公司股东净利润 233 万元，同比增长 82.58%。业绩好转主要得益于营业收入增长的同时，税金及附加（-7.33%）和财务费用下降（-6.11%），销售费用（+6.84%）和管理费用（+7.57%）的增幅有限。

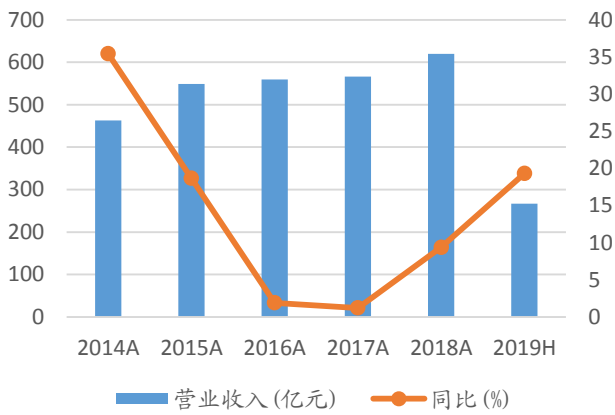
- **公司黄金资源量约 809 吨。**截至 2019 年 4 月，南非第一黄金公司成为公司的全资子公司，中非发展基金成为公司的股东之一。第一黄金公司是在南非开发及经营浅层、低技术风险及高利润的金矿，是南非领先的低成本黄金生产商，持有 3 项采矿权、3 个采矿许可证及 21 项探矿权，合计拥有黄金资源量约 809 吨，公司受益于金价上涨。
- **公司间接控股公司斯班一是全球第二大铂金供应商。**公司通过第一黄金公司持有斯班一公司，为斯班一最大股东。斯班一是南非第一、全球第九大黄金公司和第二大铂系金属公司（2017 年收购静水和 Lomin 公司后），斯班一公司总部位于南非约翰内斯堡，股票在南非约翰内斯堡证券交易所、美国纽约证券交易所交易，斯班一公司拥有黄金资源约合 3,241.6 吨，黄金储量约合 515.8 吨。铂系金属资源量约合 6,356.6 吨，铂系金属储量约合 1,432.7 吨。
- **铂金可能是下一个重要的能源金属。**铂金主要应用于汽车催化剂、珠宝首饰和工业领域，国际铂金协会数据显示 2018 年三者的消费量分别是 88.6 吨（-6.2%）、65.9 吨（-5.5%）和 54.4 吨（+14.3%），此外还有少量的投资需求 0.4 吨（-94.5%）。2018 年受汽车和珠宝业不景气的影响，铂金的用量呈现下降态势，不过工业需求增长较快，投资需求亦非常低迷。受制于当前铂金供过于求的现状（2018 年总供给约 229 吨，总需求约 210 吨），铂金价格处于历史较低水平，并且表现远逊于黄金和钯金。**但是，铂金的需求前景乐观。**水的电解是通过电流将水分解成氧气和氢气，铂的导电性使其成为氢气的生产的理想材料。铂的特性让它成为燃料电池中质子交换膜 PEM 的理想表面，氢能源燃料电池正成为一个新的动力电池发展路径方向。氢能源是非常理想无污染的终极能源，2019 年氢能首次写进了《政府工作报告》，要求“推动充电、加氢等设施建设”。2019 年 3 月，财政部等四部委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，指出地方应完善政策，过渡期后不再对新能源汽车（新能源公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。地方政府陆续出台很多政策，2019 年上半年广东、江苏等地也相继出台具体政策，推动当地氢能源汽车产业发展。国内《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》正在制定中，相关部委正在各地调研考察和听取意见，氢能源可能是重要的议题之一。铂金需求有望因为氢能源汽车的发展而快速打开。传统汽车催化剂需求方面，随着中国国六汽车排放标准开始实施、欧盟新排放标准实施，需求有望得到改善和恢复。随着铂金价格的回升，投资需求也有望增加。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2019-2021 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.04 元、0.05 元和 0.06 元，按 9 月 23 日收盘价 4.30 元计算，对应的 PE 分别是 120.5 倍、86.1 倍和 71.0 倍，考虑公司是斯班一最大股东，是铂金市场的重要参与者，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：（1）氢能源产业发展不及预期；（2）公司项目进展不及预期；（3）经济下行和需求不振，金属价格大幅下跌

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	56,634	61,947	74,478	90,618	110,173
增长率(%)	1.2	9.4	20.2	21.7	21.6
净利润(百万元)	239	26	264	370	449
增长率(%)	-4.8	-89.2	920.0	40.0	21.3
每股收益(元)	0.03	0.00	0.04	0.05	0.06
市盈率(倍)	133.0	1229.3	120.5	86.1	71.0

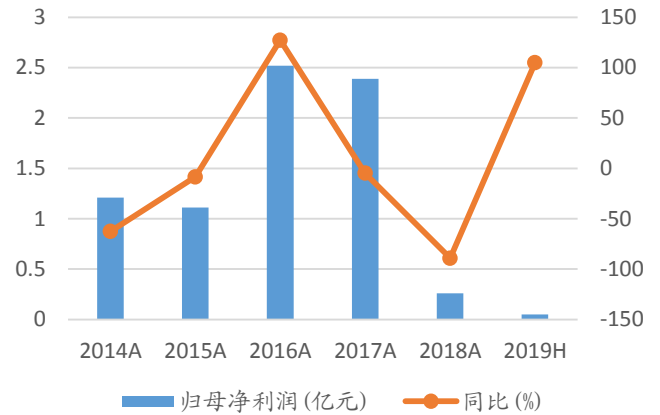
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营收及同比增速



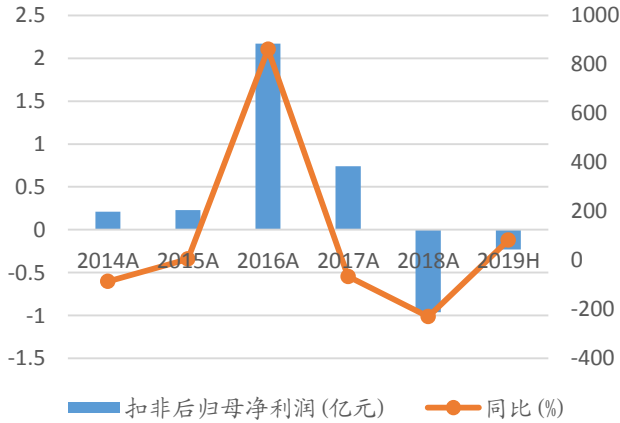
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司归属母公司股东净利润及同比增速



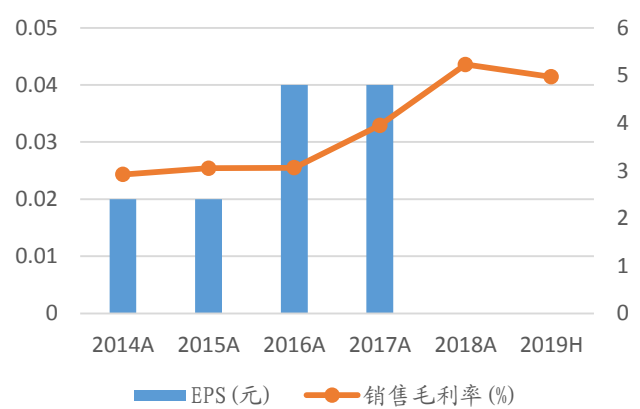
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 公司扣非后归属母公司股东净利润及同比增速



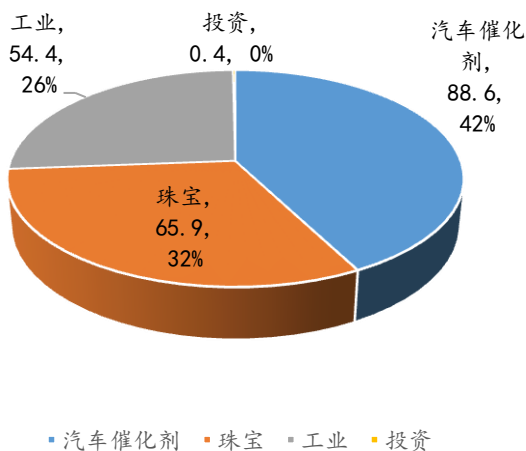
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 公司每股收益及销售毛利率



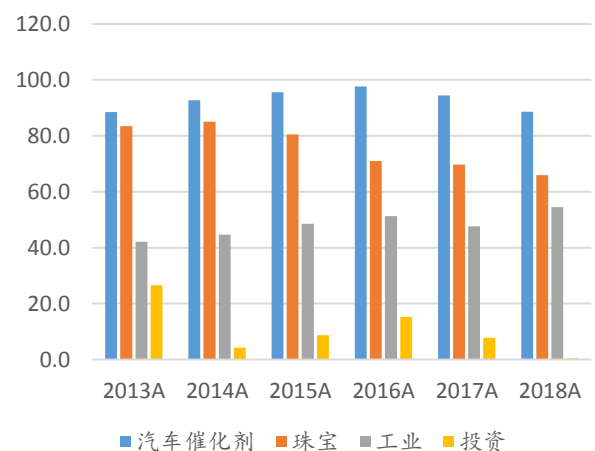
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2018 年铂金各领域消费量 (吨)



资料来源: 国际铂金协会, 中原证券

图 6: 2013-2018 年铂金各领域消费量 (吨)



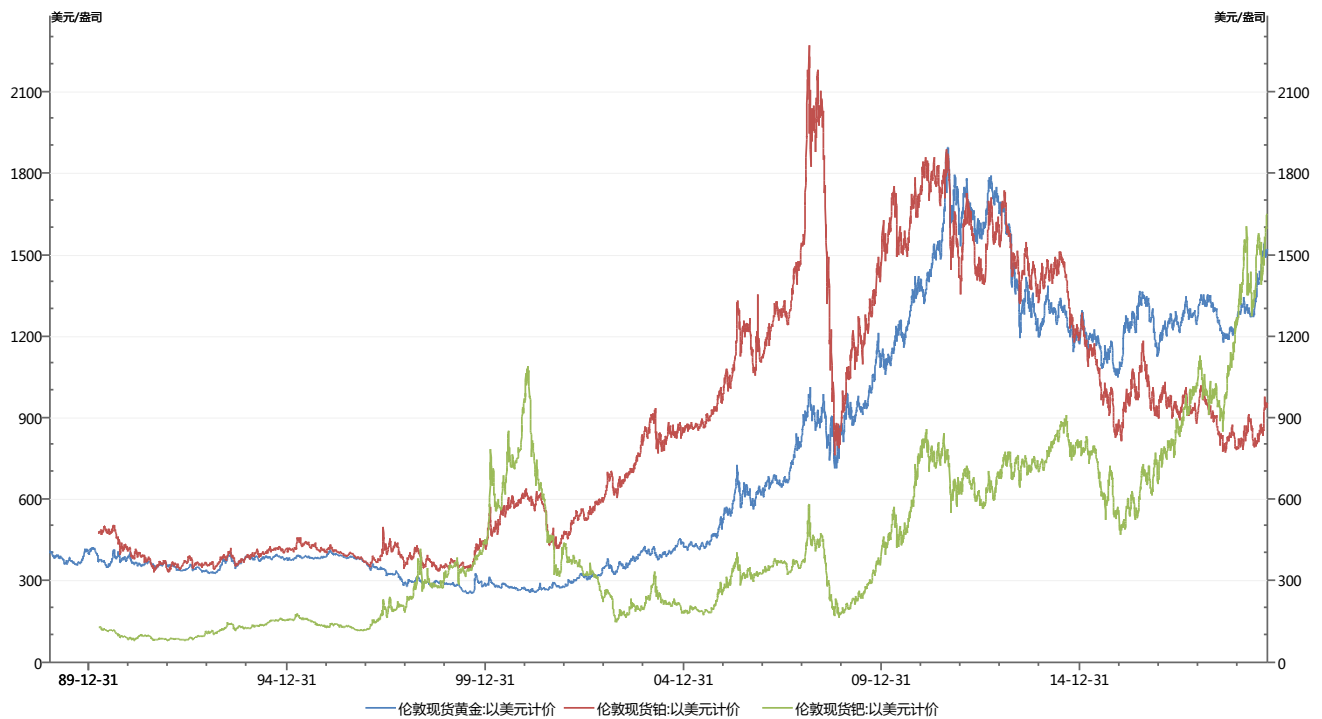
资料来源: 国际铂金协会, 中原证券

表 1: 全球铂金供需平衡表 (吨)

单位:吨		2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E
供给	南非	123.5	88.3	127.0	120.6	124.2	126.4	129.5
	津巴布韦	11.5	11.5	11.5	13.9	13.6	13.2	
	北美	10.1	11.3	10.9	11.2	10.3	10.1	
	俄罗斯	21.0	21.0	20.1	20.3	20.4	18.9	18.9
	其他	6.1	5.5	5.1	5.1	5.1	4.8	
	增减	-6.1	9.9	0.9	0.9	0.9	0.3	
	矿山供给	166.0	147.6	175.5	171.9	174.5	173.6	175.5
	回收	56.1	57.7	48.3	52.2	53.6	54.9	62.9
	总供给	222.1	205.3	223.8	224.1	228.1	228.5	238.4
需求		2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	
	汽车催化剂	88.5	92.7	95.5	97.7	94.4	88.6	88.6
	珠宝	83.5	85.0	80.5	71.0	69.7	65.9	63.2
	工业	42.1	44.7	48.5	51.3	47.6	54.4	66.0
	投资	26.5	4.3	8.6	15.2	7.8	0.4	24.3
	总需求	240.5	226.7	233.2	235.2	219.6	209.4	242.1
	供需平衡	-18.4	-21.4	-9.4	-11.1	8.5	19.1	-3.7
	库存	98.9	77.5	68.2	57.1	65.6	84.8	

资料来源: 国际铂金协会, 中原证券

图 7: 铂金、黄金和钯金的价格走势图 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	21791	21588	34439	37065	47763
现金	4323	4200	10680	12995	15799
应收票据及应收账款	798	632	1087	1005	1539
其他应收款	578	689	835	1019	1235
预付账款	868	1394	1325	1983	2039
存货	11246	10048	15886	15438	22526
其他流动资产	3979	4626	4626	4626	4626
非流动资产	25192	24109	25873	28351	31243
长期投资	452	964	1449	1932	2361
固定资产	5668	7390	8697	10166	11831
无形资产	6541	6368	6222	6442	6806
其他非流动资产	12532	9387	9506	9811	10245
资产总计	46983	45697	60313	65416	79006
流动负债	21623	24215	38731	43771	57023
短期借款	13547	12648	26813	31947	40506
应付票据及应付账款	1630	1797	2377	2664	3446
其他流动负债	6446	9771	9541	9160	13071
非流动负债	11530	8683	7810	7070	6387
长期借款	9147	5681	4808	4068	3385
其他非流动负债	2382	3002	3002	3002	3002
负债合计	33153	32898	46542	50841	63410
少数股东权益	3463	3141	3416	3891	4514
股本	6973	6973	7405	7405	7405
资本公积	3394	3393	3393	3393	3393
留存收益	3098	3041	3501	4188	5085
归属母公司股东权益	10366	9659	10355	10684	11082
负债和股东权益	46983	45697	60313	65416	79006

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-1236	3031	-113	2972	991
净利润	378	226	540	844	1072
折旧摊销	854	1117	1069	1323	1629
财务费用	676	1494	995	1395	1661
投资损失	27	92	-64	-71	-4
营运资金变动	-3287	597	-2651	-520	-3360
其他经营现金流	116	-495	-3	1	-8
投资活动现金流	-3574	-1113	-2767	-3730	-4510
资本支出	1142	951	1279	1994	2464
长期投资	-3434	-176	-485	-456	-428
其他投资现金流	-5867	-338	-1973	-2193	-2474
筹资活动现金流	4680	-1840	-4805	-2061	-2236
短期借款	646	-900	0	0	0
长期借款	4224	-3467	-872	-740	-683
普通股增加	698	0	432	0	0
资本公积增加	144	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-1033	2528	-4365	-1320	-1553
现金净增加额	-188	81	-7685	-2819	-5755

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	56634	61947	74478	90618	110173
营业成本	54398	58705	71499	86359	104664
营业税金及附加	169	199	185	232	309
营业费用	185	217	217	283	352
管理费用	542	754	726	918	1146
研发费用	0	17	5	8	12
财务费用	676	1494	995	1395	1661
资产减值损失	157	65	0	0	0
其他收益	106	133	0	0	0
公允价值变动收益	10	19	3	-1	8
投资净收益	-27	-92	64	71	4
资产处置收益	6	6	0	0	0
营业利润	603	560	918	1494	2039
营业外收入	60	46	94	80	70
营业外支出	9	19	19	16	15
利润总额	654	588	993	1558	2093
所得税	276	362	453	713	1021
净利润	378	226	540	844	1072
少数股东损益	139	200	276	474	623
归属母公司净利润	239	26	264	370	449
EBITDA	2803	2720	3208	4452	5609
EPS (元)	0.03	0.00	0.04	0.05	0.06

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	1.2	9.4	20.2	21.7	21.6
营业利润 (%)	-5.0	-7.1	63.8	62.7	36.5
归属母公司净利润 (%)	-4.8	-89.2	920.0	40.0	21.3
获利能力					
毛利率 (%)	3.9	5.2	4.0	4.7	5.0
净利率 (%)	0.4	0.0	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	2.7	1.8	4.0	6.0	7.1
ROIC	3.3	1.8	2.6	3.4	3.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	70.6	72.0	77.2	77.7	80.3
净负债比率 (%)	140.1	163.5	182.7	187.9	209.7
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5
应收账款周转率	33.4	86.6	86.6	86.6	86.6
应付账款周转率	18.5	34.3	34.3	34.3	34.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.00	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.18	0.28	-0.02	0.40	0.13
每股净资产 (最新摊薄)	1.40	1.30	1.34	1.38	1.44
估值比率					
P/E	133.0	1229.3	120.5	86.1	71.0
P/B	3.1	3.3	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	19.5	20.5	18.6	14.0	12.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。